

УДК 336.02

Анатолій ФЕДОРЕНКО

ДОДАТКОВІ ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА Й ЕКОНОМІЧНІ МЕХАНІЗМИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ У ВИРОБНИЦТВО

Розглянуто проблеми пошуку додаткових джерел фінансування підприємств реального сектора й активізації економічних механізмів залучення інвестиційних ресурсів у виробництво. З'ясовано причини, які гальмують інвестиційні процеси в Україні, та намічено шляхи щодо їх усунення. Запропоновано низку змін до податкового та корпоративного законодавства, спрямованих на активізацію інвестиційної діяльності та посилення стимулів до залучення фінансових ресурсів населення і юридичних осіб – інвесторів (резидентів та нерезидентів) у розвиток підприємств реального сектора.

Ключові слова: акція привілейована, акція проста, дивіденди, корпоративна облигація, корпоративний прибуток, податок на доходи фізичних осіб, податок на прибуток підприємств.

Анатолій ФЕДОРЕНКО

Дополнительные источники финансирования предприятий реального сектора и экономические механизмы привлечения инвестиционных ресурсов в производство

Рассмотрены проблемы поиска дополнительных источников финансирования предприятий реального сектора и активизации экономических механизмов привлечения инвестиционных ресурсов в производство. Выяснены причины, тормозящие инвестиционные процессы в Украине, и намечены пути по их устранению. Предложен ряд изменений в налоговое и корпоративное законодательство, направленных на активизацию инвестиционной деятельности и усиление стимулов к привлечению финансовых ресурсов населения и юридических лиц – инвесторов (резидентов и нерезидентов) в развитие предприятий реального сектора.

Ключевые слова: акция привилегированная, акция простая, дивиденды, корпоративная облигация, корпоративная прибыль, налог на доходы физических лиц, налог на прибыль предприятий.

Anatoliy FEDORENKO

Additional sources of financing real sector enterprises and economic mechanisms for investment resources mobilization in production process

Introduction. Today traditional sources of investment resources for the finance of real sector are either virtually exhausted or unavailable to entities due to different objective or subjective

reasons. Therefore, solving the problem of economic growth inevitably faces finding and mobilization of additional funding of production process, which are currently unused as investments due to the lack of necessary legal or economic preconditions, mainly tax incentives.

Purpose. In terms of the lack of resources to finance production process it is necessary to solve the dual objective: (i) to seek additional sources of alternative investments for real sector enterprises, (ii) to create the necessary conditions and intensify economic, especially tax incentives to attract financial investments in production process.

Results. The problems of identifying additional sources of financing the real sector and enhancing economic mechanisms for attraction of investments into production process are considered. As additional sources of financing the development of enterprises the following are considered: 1) personal income and savings that are not currently used as an investment; 2) financial resources of entities that could be a source of investment, but today, for whatever reasons, are not available to enterprises. Barriers that slow down investment process in Ukraine are identified and relative means are suggested.

Conclusion. The analysis allows to identify additional sources of funding for real sector enterprises that are not currently used as an investment, as well as to determine economic mechanisms for their mobilization. Changes to corporate and tax legislation are suggested in order to stimulate investment activity of population and legal entities – investors (residents and non-residents) on the stock market of Ukraine.

Keywords: preferred share, common share, dividends, corporate bond, corporate profit, individual income tax, corporate income tax.

JEL Classification: G23, H22, O16.

Постановка проблеми. В ринковій економіці вихідним пунктом обороту і кругообороту капіталу є грошовий капітал – фінансові інвестиції та реінвестиції. Тому вирішення проблеми економічного зростання неминуче стикається з пошуком та залученням додаткових джерел фінансування розвитку виробництва. Традиційні джерела інвестиційних ресурсів підприємств – корпоративний прибуток, амортизаційні відрахування, банківські та товарні кредити, різні види поточної кредиторської заборгованості – на сьогодні або практично вичерпали себе, або недоступні через різні об'єктивні причини. Тому для суб'єктів господарювання постає завдання пошуку додаткових джерел фінансування, які наразі незадіяні внаслідок відсутності правових передумов щодо їх залучення, або економічних, податкових стимулів для потенційних

інвесторів – власників таких ресурсів. Відтак постає двоєдине завдання: по-перше, вишукати такі джерела, по-друге, створити передумови та задіяти стимули до їх залучення у виробництво.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема пошуку та залучення додаткових джерел фінансування виробництва існує стільки, скільки ж функціонує саме виробництво. Тому вона завжди була в центрі економічних досліджень. Зокрема, її розробкою в Україні займалися І. Бланк, В. Геєць, В. Гриньова, А. Даниленко, А. Мертенс, А. Пересада, А. Поддєрьогін, О. Терещенко, В. Федоренко та ін. Разом з тим, зазначені питання висвітлювались у науковій літературі головним чином з позицій загальних підходів до визначення й аналізу традиційних джерел фінансування розвитку підприємств і меншою мірою

стосувалися додаткових їх видів та пошуку спеціальних стимулів до залучення коштів у виробництво.

Метою статті є виявлення додаткових джерел фінансування підприємств реального сектору та способів активізації економічних механізмів залучення інвестиційних ресурсів у виробництво.

Виклад основного матеріалу дослідження. Як додаткові джерела фінансування розвитку підприємств у цьому дослідженні розглядаються: 1) особисті доходи та заощадження громадян, які наразі не використовуються як інвестиції; 2) грошові ресурси юридичних осіб, що могли б бути джерелом інвестицій, але з тих чи інших причин не використовуються на інвестиційні цілі.

I. Кошти громадян, які можуть використовуватися як фінансові інвестиції.

До таких додаткових джерел фінансування виробництва слід віднести особисті доходи працівників за місцем роботи (заробітна плата й інші аналогічні виплати), що можуть бути використані для придбання простих акцій і облігацій власного підприємства або спрямовані у розвиток та розширення виробництва в інший спосіб.

Нині це джерело інвестицій практично не використовується в корпоративному секторі економіки. Основна причина інвестиційної пасивності громадян не лише в тому, що низький рівень оплати праці та висока вартість життя останнім часом не дають змоги працівникам витратити власні доходи на інвестиції, а і в тому, що порядок оподаткування таких коштів не містить жодних податкових стимулів до інвестування. Передусім, йдеться про відсутність звільнення від податку на доходи фізичних осіб (далі – ПДФО) заробітків працівників, отриманих за місцем роботи, у разі їхнього спрямування у розвиток і розширення власного виробництва.

Зазначена норма була в Декреті Кабінету Міністрів України “Про прибутковий податок

з громадян” і надавала право платникам податку не включати до сукупного оподаткованого доходу суми виплат, “що спрямовуються у джерела їх одержання на придбання акцій, та суми, інвестовані на реконструкцію і розширення виробництва суб’єктів підприємницької діяльності” [1]. Тому для залучення членів трудового колективу до індивідуальної інвестиційної діяльності на виробництві необхідно звільнити кошти, вкладені у власне підприємство, від оподаткування податком на доходи фізичних осіб. З цією метою слід відновити у Податковому кодексі України норму, яка звільняє від ПДФО доходи, отримані за місцем роботи, у разі їх спрямування на придбання простих акцій і корпоративних облігацій та вкладання власних коштів у розвиток виробництва в інший спосіб.

Другим стимулом до активізації індивідуальної інвестиційної діяльності працівників може стати зміна ставки податку на процентні доходи, нараховані за облігаціями підприємства, з 18% до 5%, тобто зниження її до рівня ставки податку на дивіденди за корпоративними правами.

Для залучення у виробництво коштів своїх працівників від емітента цінних паперів вимагається лише зареєструвати додатковий випуск простих акцій та / або облігацій підприємства і здійснити їхнє закрите розміщення серед членів трудового колективу. З метою забезпечення поточної ліквідності таких цінних паперів також необхідно створити внутрішній ринок їхнього обігу в межах підприємства та передбачити “обмінний фонд”, за рахунок якого емітент акцій та / або облігацій буде викуповувати цінні папери власного випуску у своїх працівників у разі відсутності попиту на такі папери з боку інших членів трудового колективу та пропонувати їх до повторного розміщення (продажу).

Окрім простих акцій особисті доходи працівників за місцем роботи можуть інвестуватися у привілейовані акції власного підпри-

емства. Корпоративне законодавство наразі дає змогу підприємству здійснювати випуск привілейованих акцій в розмірі до 25% статутного капіталу. Зазначений фінансовий інструмент має певні переваги перед іншими інвестиційними активами: він поєднує у собі ознаки пайового (акція) та боргового (облігація) цінного паперу. Його власник, з одного боку, наділений правами, що впливають із володіння акцією, з іншого – він отримує фіксований (гарантований) дохід, передбачений облігацією. На жаль, можливість стати власником привілейованих акцій на сьогодні зберігається для працівника лише як право. Останні ж випуски привілейованих акцій були зареєстровані ще у 2009 та 2010 рр., причому в мізерних обсягах: 13 випусків на суму 6,48 млн. грн. – у 2009 р. [2, с. 8] та 76 випусків на суму 0,85 млн. грн. – у 2010 р. [3, с. 15].

Головна причина, що гальмує розвиток цього фінансового інструменту, знову ж таки криється в системі оподаткування. Окрім того, що придбання привілейованих акцій можливе лише за рахунок уже оподаткованих доходів платника податку, нараховані на них дивіденди для цілей оподаткування прирівняні до виплат заробітної плати з усіма негативними наслідками. Відповідно емітенти цінних паперів не поспішають реєструвати випуски привілейованих акцій, для розміщення яких існують мінімальні шанси.

Тому, щоб залучити кошти працівників у розвиток підприємства шляхом випуску та розміщення привілейованих акцій серед членів трудового колективу, необхідно внести зміни до Податкового кодексу України, якими передбачити: 1) звільнення від ПДФО особистих доходів, отриманих за місцем роботи, що спрямовуються у джерела їх виплати на придбання привілейованих акцій; 2) поширення на дивіденди, нараховані за привілейованими акціями, загального порядку оподаткування дивідендів (за

ставкою 5% під час виплати / нарахування дивідендів за рахунок такої виплати).

Що стосується емітента, то його функція зводиться до реєстрації випуску привілейованих акцій в установленому законодавством порядку, проведення їхнього закритого розміщення серед працівників підприємства та організація обігу серед членів трудового колективу.

Окрім доходів, отриманих за місцем роботи, важливим джерелом фінансових інвестицій у виробництво могли б стати власні заощадження громадян у разі їхнього розміщення в інструменти фондового ринку, перш за все в корпоративні цінні папери (акції та облігації), які перебувають в обігу на фондовій біржі. Адже переважна частина грошових накопичень населення як інвестиційний ресурс для розвитку реального сектору економіки на сьогодні не використовується. Кошти домогосподарств, що перебувають на депозитних рахунках банків, до підприємств не доходять внаслідок високої вартості кредитних запозичень (захмарних кредитних ставок), низької платоспроможності потенційних позичальників та обтяжливої боргової залежності значної частини підприємств. Інша частина грошових заощаджень громадян, що була вилучена з банківської системи під час її руйнації в умовах фінансової кризи, переукладена в різні інвестиційні активи, не пов'язані з виробництвом (іноземна валюта, нерухомість, банківські метали тощо), а тому до підприємств реального сектору також не дійшла. Решта накопичень, що перебуває у готівковому стані на руках у населення, в банківських скриньках, особистих сейфах та становить понад 300 млрд. грн., поступово знецінюється, однак на економіку також не працює.

Щоб залучити ці кошти в офіційний оборот із взаємною користю як для підприємств, так і для громадян, необхідно створити нові фінансові інструменти, що

відзначаються підвищеною інвестиційною привабливістю: податковими стимулами та більш високою надійністю порівняно з традиційними формами. Йдеться, передусім, про особові інвестиційні (OIP) та особові пенсійні (ОПР) рахунки.

Зазначені фінансові інструменти широко використовуються у міжнародній інвестиційній практиці. Так, індивідуальні пенсійні рахунки (Individual Retirement Accounts – IRAs) є однією із найбільш поширених форм участі населення в недержавному пенсійному забезпеченні, що успішно використовується як альтернатива пенсійним фондам, корпоративним пенсійним планам та пенсійному страхуванню.

Найвищого розвитку IRAs отримали в США. На сьогодні це 50 млн. рахунків, на яких обліковуються інвестиційні активи вартістю 7,3 трлн. дол., в середньому по 144 тис. дол. на одному рахунку. Індивідуальні рахунки існують у Великій Британії із 1999 р. (15 млн. рахунків, 450 млрд. фунт. ст., в середньому по 30 тис. фунт. ст. на рахунку). В Японії в перший рік існування (2014 р.) відкрито 6,5 млн. рахунків, де накопичено 5 трлн. ієн (50 млрд. дол.), в середньому по 1 млн. ієн на рахунку, більша частка з яких інвестована в акції японських корпорацій [4].

Для упровадження особових інвестиційних рахунків в Україні необхідно:

а) внести зміни до деяких законів України, що передбачають упровадження в практику індивідуальної інвестиційної діяльності фізичних осіб на фондовій біржі нового фінансового інструменту – особового інвестиційного рахунку [5];

б) внести зміни до Податкового кодексу України з метою звільнення від податку на доходи фізичних осіб інвестиційного прибутку, отриманого від операцій з цінними паперами, проведеними через OIP, за умови, що кошти, зараховані на OIP, ви-

користовуються як інвестиції упродовж не менш як 1095 днів (3-х років), починаючи з надходження першого внеску [6].

Щоб отримати доступ до коштів, акумульованих на OIP, емітенти корпоративних цінних паперів мають здійснити низку організаційних заходів, зокрема:

– вивести цінні папери підприємства (акції та / або облігації) на фондову біржу – пройти процедуру лістингу й отримати допуск їх до обігу на біржовому ринку;

– зареєструвати додатковий випуск акцій та / або облігацій і здійснити відкрите їх розміщення на фондовій біржі серед фінансових інвесторів, включаючи власників OIP, з метою залучення коштів у розвиток підприємства.

Ще одним приватним джерелом ресурсів для фінансування виробництва можуть слугувати пенсійні кошти громадян у разі їх розміщення в інструменти фондового ринку, у тому числі в корпоративні цінні папери підприємств (акції та облігації), які перебувають в обігу та лістингу на фондовій біржі.

На сьогодні пенсійні внески громадян використовуються як інвестиції лише через недержавні пенсійні фонди (НПФ). Однак останнім часом обсяги пенсійних накопичень практично не зростають, зокрема й тому, що населення стало менше довіряти як самим пенсійним фондам, так і фінансовим інститутам, які обслуговують НПФ. Тим більше, що прибутковість активів у портфелях НПФ в умовах кризи фінансової системи знизилась, і зазвичай не компенсує втрат від інфляції. Щоб звільнити учасника накопичувальної пенсійної системи від залежності перед фінансовими установами, доцільно урізноманітнити форми індивідуальної інвестиційної діяльності. З цією метою необхідно:

а) внести зміни до деяких законів України, якими упровадити особові пенсійні рахунки в практику індивідуального інвестування на фондовій біржі [5];

б) поширити порядок оподаткування пенсійних коштів та інвестиційного прибутку від операцій з пенсійними активами, що застосовується в НПФ, на пенсійні накопичення, які акумулюються на ОПР [6].

Для залучення пенсійних коштів з ОПР, емітентам необхідно не лише вивести цінні папери власного випуску на фондову біржу, а й забезпечити включення таких цінних паперів до першого або другого рівня лістингу. Адже інвестування пенсійних внесків у корпоративні цінні папери можливе лише за умови їхнього перебування в лістингу фондової біржі. Після виконання цієї умови необхідно зареєструвати додатковий випуск акцій та / або облігацій і здійснити відкрите їх розміщення на фондовій біржі.

У разі упровадження інституту ОІР та ОПР у практику індивідуальної інвестиційної діяльності на фондовому ринку України з 1 липня 2017 року могли б бути отримані наступні фінансові результати (табл. 1).

Окрім доходів та заощаджень фізичних осіб і домогосподарств важливим джерелом коштів для фінансування розвитку вітчизняних підприємств могли б стати фінансові ресурси юридичних осіб (резидентів та нерезидентів), що наразі не використовуються як інвестиції. Серед них: кошти накопичувальної системи пенсійного страхування; інвестиційні зобов'язання покупців державних пакетів акцій, що на-

бувають у процесі приватизації; прямі іноземні інвестиції в корпоративні права українських емітентів та ін.

II. Фінансові ресурси юридичних осіб, що могли б бути потенційним джерелом інвестицій для підприємств реального сектору.

Найбільшим потенційним джерелом інвестиційних ресурсів у світовій практиці є накопичувальна система пенсійного страхування (надалі – НСПС) або другий рівень пенсійної системи, який на сьогодні в Україні відсутній.

Світові пенсійні активи, сформовані за рахунок пенсійних накопичень, у 2016 р. досягли 36435 млрд. дол. США, що становить більше третини сукупного інвестиційного потенціалу небанківських фінансових установ (у 2015 р. – 36% загальної вартості інвестиційних активів). Середньорічний темп приросту вартості глобальних пенсійних активів за останні 10 років (2006–2015) склав 5,1%. Протягом 2016 р. вартість пенсійних активів збільшилась ще на 4,3%. На кінець 2016 р. інвестиції в корпоративні цінні папери становили 74% загальної вартості пенсійних активів. При цьому частка акцій формувала 46% їхньої вартості, облігацій – 28%. У окремі роки цей показник сягав 80%, а інвестиції в акції перевищували половину загальної вартості глобального пенсійного портфеля [7].

В Україні активи накопичувальної пенсійної системи зосереджені в НПФ і на

Таблиця 1

Ефект від впровадження ОІР та ОПР для економіки, бюджету та соціальних фондів України, на кінець періоду*

(млн. грн.)

	Внески на особові рахунки	Інвестиції в реальний сектор	Вкладення в ОВДП	Надходження до бюджету й інших фондів	Приріст ВВП
2018	1 000	700	300	405	900
2019	3 000	2 100	900	1 215	2 700
2021	15 000	10 500	4 500	6 075	13 500
2023	100 000	70 000	30 000	40 500	90 000

* Експертні оцінки аналітиків ПрАТ "КІНТО".

31.12.2016 р. становили 2138,7 млн. грн., або лише 75 млн. дол. США. Тому розглядати пенсійні накопичення як істотний інвестиційний ресурс наразі немає достатніх підстав. Тим більше, що в корпоративні цінні папери в 2016 р. було розміщено лише 10 відсотків пенсійних накопичень [8, с. 9].

Водночас в Україні створені основні правові передумови для запровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування (далі – НСПС) [9], яка як інституційний інвестор на порядок потужніша, ніж накопичувальна система добровільного пенсійного забезпечення [10]. Однак відсутність політичної волі в діяльності державних органів не дає змоги упродовж більш як 10 років зробити важливий і для економіки, і для соціальної сфери крок з запровадження НСПС.

Для запуску другого рівня пенсійної системи державним органам необхідно здійснити наступні заходи:

- ухвалити Закон про створення інституційних компонент накопичувальної системи пенсійного страхування, яким передбачити сплату пенсійних внесків на користь застрахованих осіб з 1 липня 2017 року;
- зареєструвати як юридичну особу накопичувальний пенсійний фонд (далі –

НФ) для прийому пенсійних внесків від застрахованих осіб.

У разі запровадження НСПС з 2017 р. економіка України змогла б розраховувати на наступний інвестиційний ресурс (табл. 2).

Протягом перших років функціонування НСПС для збалансування попиту та пропозиції пенсійних коштів і фінансових інструментів близько 40% пенсійних накопичень могло б бути розміщено в державні цінні папери (ОВДП), до 20% – в спеціальні банківські депозити, відкриті в державних банках (Ощадбанк, Укресімбанк та ін.) та близько 40% спрямовано в корпоративні цінні папери – акції й облигації підприємств, які перебувають в обігу та лістингу на фондових біржах, що відповідають вимогам Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку. Таким чином, в корпоративний сектор економіки з НСПС протягом 2017–2015 рр. могло б надійти близько 130–150 млрд. грн. довгострокових інвестицій.

У свою чергу, для залучення коштів з НСПС у розвиток виробництва емітентам необхідно здійснити наступні заходи:

- на першому етапі (ще до запровадження другого рівня пенсійної системи) вивести свої цінні папери (акції та / або облигації) на фондову біржу: пройти процедуру допуску до обігу й отримати доступ до

Таблиця 2

Показники діяльності другого рівня пенсійної системи у 2017–2025 рр., на кінець року*

Показники	2017	2018	2019	2020	2025
Кількість учасників, тис. осіб	5 214	5 719	6 214	6 722	8 220
Сума внесків, млн. грн. (в цінах поточного року) при поступовому збільшенні розміру внесків з 2 до 7%	4 908	8 999	14 232	20 585	48 595
Сума внесків, млн. грн. (в цінах поточного року) при сплаті внесків одразу у розмірі 7%	17 177	20 990	24 910	28 834	48 595
Вартість активів, млн. грн. (в цінах поточного року) при поступовому збільшенні розміру внесків з 2 до 7%	4 908	20 136	39 894	68 178	337 975
Вартість активів, млн. грн. (в цінах поточного року) при сплаті внесків одразу у розмірі 7%	17 177	39 997	68 825	103 837	392 711

* Складено на основі [11].

першого або другого рівнів лістингу чи підтвердити кредитний рейтинг інвестиційного рівня (для облігацій), щоб такі інвестиційні активи задовольняли формальні вимоги пенсійного законодавства;

– на другому етапі зареєструвати додатковий випуск акцій / облігацій та здійснити відкрите їх розміщення на фондовій біржі, в тому числі серед учасників НСПС (НФ та НПФ – суб'єктів другого рівня пенсійної системи).

Ще одним джерелом фінансування економічного розвитку підприємств, що пройшли процедуру корпоратизації та готуються до приватизації, є кошти, які надходять емітенту на виконання інвестиційних зобов'язань покупців державних пакетів акцій за результатами некомерційних конкурсів. На жаль, практика проведення конкурсів з продажу державних пакетів акцій з інвестиційними зобов'язаннями покупця останнім часом зійшла нанівець. Разом з тим це надзвичайно ефективний спосіб приватизації, який містить

переваги для усіх його учасників: 1) держава отримує реальну суму коштів за об'єкт приватизації, на яку можна розраховувати, зважаючи на існуючу політичну й економічну ситуацію в країні; 2) покупець акцій, виконуючи інвестиційні зобов'язання, спрямовує власні кошти у розвиток свого підприємства і заощаджує на оплаті придбаних у держави корпоративних прав; 3) підприємство має змогу використовувати додаткове фінансування на капітальні вкладення, технічне оновлення виробництва або поповнення оборотних засобів.

Сучасний стан виконання інвестиційних зобов'язань за усіма групами договорів купівлі-продажу об'єктів приватизації наведено в табл. 3.

Для того, щоб зробити інвестиційні зобов'язання покупців державних пакетів акцій сталим джерелом розвитку приватизованих підприємств, необхідно здійснити такі заходи:

а) державною програмою приватизації визначити основним способом прива-

Таблиця 3

Результати інвестиційної діяльності в рамках приватизаційних процесів станом на 01.01.2016 р.*

За всіма групами договорів купівлі-продажу		
План до 2021 р.	План на 01.01.2016	Факт на 01.01.2016
16387,470 млн. грн. 2217,7 млн. дол. США 19,26 млн. євро	12744,88 млн. грн. 1514,95 млн. дол. США 19,26 млн. євро	15043,620 млн. грн. 1913,921 млн. дол. США 72 млн. євро
За договорами купівлі-продажу пакетів акцій		
15005,655 млн. грн. 1919,44 млн. дол. США 19,26 млн. євро	11711,550 млн. грн. 1449,842 млн. дол. США 19,26 млн. євро	13471,300 млн. грн. 1890,415 млн. дол. США 72 млн. євро
За договорами купівлі-продажу об'єктів незавершеного будівництва		
944,695 млн грн 10 тис. дол. США	810,336 млн грн 10 тис. дол. США	966,588 млн. грн. 27,756 тис. дол. США
За договорами купівлі-продажу об'єктів малої приватизації		
437,119 млн. грн. 298,294 млн. дол. США	222,996 млн. грн. 65,094 млн. дол. США	605,732 млн. грн. 23,477 млн. дол. США

* Складено на основі [12].

тизації підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, некомерційний конкурс з продажу контрольних пакетів акцій з інвестиційними зобов'язаннями переможця такого конкурсу;

б) звільнити від оподаткування податком на прибуток кошти, які надходять підприємству на виконання інвестиційних зобов'язань від покупців державних пакетів акцій, придбаних у процесі приватизації.

в) для покупців об'єктів приватизації–нерезидентів установлювати суму інвестиційних зобов'язань із виконанням їх в іноземній валюті (дол. США або євро).

Важливим джерелом економічного розвитку підприємств корпоративного сектору могли б стати прямі іноземні інвестиції (ПІІ), які залучають шляхом публічного розміщення акцій (ІРО) на фондовому ринку або в процесі створення нових суб'єктів господарювання за участі іноземного інвестора.

Слід зазначити, що саме ПІІ, поряд з інвестиційними зобов'язаннями іноземних інвесторів, становлять найбільш ефективне джерело фінансування економічного розвитку вітчизняних підприємств. Це зумовлено тією обставиною, що іноземний промисловий (стратегічний) інвестор, у разі придбання корпоративних прав українських емітентів, у подальшому особисто зацікавлений у їх модернізації та виведенні виробництва на новий технічний рівень. Показовим прикладом такого підходу є інвестиційна програма технічного переоснащення металургійного комбінату “Криворіжсталь”, здійснена за рахунок прямих іноземних інвестицій.

У 2005 р. з приходом нового власника в ПАТ “АрселорМіттал Кривий Ріг” стартувала масштабна інноваційна програма, спрямована на перетворення комбінату в сучасну ефективну конкурентоспроможну компанію. За перші 10 років обсяг капітальних інвестицій в ПАТ “АрселорМіттал Кривий Ріг” становив майже 2,0 млрд. дол. США, а основною метою цього етапу інвестиційної програми була модернізація основного обладнання для забезпечення безперебійного виробничого процесу та зниження впливу його викидів на навколишнє середовище (табл. 4).

Поточний етап масштабної інвестиційної програми ВАТ “АрселорМіттал Кривий Ріг” на 2014–2020 рр. охоплює всі ключові напрямки діяльності підприємства: охорону праці, виробництво й екологію. Основні завдання цього етапу програми – зберегти обсяги виробництва в складних ринкових умовах, підвищити продуктивність, знизити навантаження на екологію Кривого Рогу. Розмір додаткових інвестицій до 2020 р. сягне 1,2 млрд. дол. США [13].

Однак на сьогодні ПІІ недоступні для корпоративізованих державних підприємств та підприємств, заборонених для приватизації, внаслідок того, що їх правовий статус як об'єктів державного власності не дає змоги залучати приватні інвестиції у формування статутного капіталу. Цю перешкоду можна подолати, змінивши статус корпоративізованого державного підприємства як акціонерного товариства, 100% акцій якого належить державі. Ця ж вимога стосується й інших

Таблиця 4

Капітальні інвестиції ПАТ “АрселорМіттал Кривий Ріг”,
2006 р. – I півріччя 2015 р., млн. дол. США*

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	I п.2015
140	295	355	96	219	253	183	159	210	90

* Складено на основі [13].

державних корпоративних об'єднань: державних акціонерних компаній (ДАК), національних акціонерних компаній (НАК), державних холдингових компаній (ДХК) тощо.

Для "розблокування" формальної заборони щодо доступу державних підприємств до приватного акціонерного капіталу необхідно:

- внести зміни до чинного законодавства, якими визначити правовий статус корпоративізованого державного підприємства як акціонерного товариства, не менш ніж 75% акцій (корпоративних прав) якого перебуває у державній власності;

- поширити дію цієї норми на всі державні корпорації та корпоративні об'єднання (ДАК, НАК, ДХК).

З метою реального залучення прямих фінансових інвестицій у корпоративний сектор держави необхідно надати право державним акціонерним товариствам (ДАК, НАК, ДХК) здійснювати додатковий випуск акцій в розмірі до 33% статутного капіталу. Це дасть змогу зберегти у власності держави більш як 75% корпоративних прав, а корпоративізованим підприємствам залучити майже 25% прямих фінансових інвестицій у розвиток виробництва, в тому числі шляхом публічного розміщення додаткових випусків акцій через фондову біржу або шляхом закритого (прямого) їх продажу інвесторам-нерезидентам за іноземну валюту (дол. США або євро).

У разі переорієнтації податкової та дивідендної політики держави з фіскальної на інвестиційну помітним джерелом фінансування розвитку виробництва могли б стати внутрішні фінансові ресурси підприємств, що на сьогодні вилучаються з господарського обігу на сплату податків та виплату дивідендів. Наразі прибуткові підприємства, у статутному капіталі яких є частка корпоративних прав держави, зобов'язані нараховувати та сплачувати до бюджету

дивіденди в розмірі 75% від суми чистого прибутку [14]¹. Як наслідок, з таких підприємств вилучається майже 80% отриманого балансового прибутку: 18% витрачається на сплату податку на прибуток; 75% від суми прибутку, що залишилася, або 61,5% від балансового прибутку ($75 \times [100\% - 18\%] : 100$) спрямовується на виплату дивідендів. Альтернативне використання цієї частини прибутку підприємства на цілі економічного розвитку могло б бути прирівняне до фінансової реінвестиції, оскільки воно збільшує чисті активи та власний капітал емітента.

Для того, щоб максимально зберегти корпоративний прибуток у господарському обороті підприємства та використати його як інвестиційний ресурс, необхідно:

- а) внести зміни до Податкового кодексу України, якими передбачити звільнення від оподаткування частини балансового прибутку, що спрямовується підприємством у розвиток власного виробництва; установити, що оподаткуванню податком на прибуток підприємств підлягає лише частина балансового прибутку, яка розподіляється на дивіденди;

- б) скасувати адміністративні норми, які передбачають обов'язкове нарахування дивідендів за корпоративними правами, належними державі в господарських товариствах; поширити на такі товариства загальний порядок прийняття рішень про нарахування дивідендів.

У загальному вигляді механізм залучення додаткових джерел фінансування розвитку підприємств реального сектору наведено на рис. 1.

¹ Постановою Кабінету Міністрів України від 23 березня 2016 р. № 228 затверджено "... базовий норматив відрахування частки прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів за результатами фінансово-господарської діяльності у 2015 р. (далі – базовий норматив) господарських товариств, у статутному капіталі яких є корпоративні права держави, а також господарських товариств, 50 і більше відсотків акцій (часток, паїв) яких належать господарським товариствам, частка держави в яких становить 100 відсотків, у тому числі дочірніх підприємств (далі – суб'єкти господарювання), у розмірі 75 відсотків" [14].

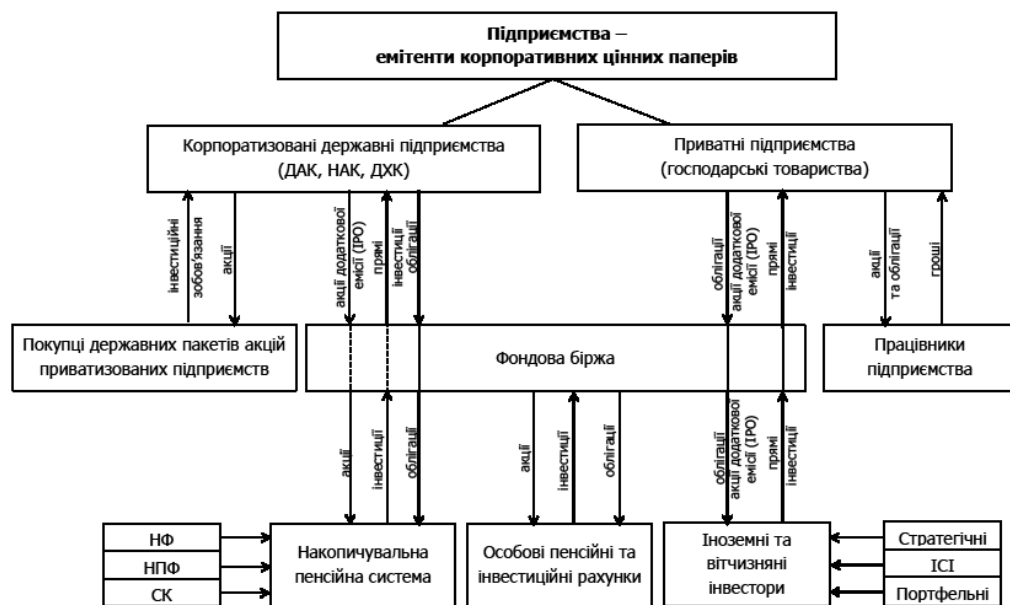


Рис. 1. Механізм залучення додаткових джерел фінансування розвитку підприємств реального сектору*

* Побудовано автором.

Висновки. Проведений аналіз дав змогу визначити додаткові джерела фінансування розвитку підприємств реального сектору, які наразі не використовуються як інвестиції, та виявити економічні механізми їх залучення у виробництво. Зокрема доведено, що додатково до традиційних джерел фінансування розвитку виробництва, таких як чистий прибуток, амортизаційні відрахування, банківські та товарні кредити, кредиторська заборгованість тощо, підприємства реального сектору можуть залучати нові або не використовувані на сьогодні існуючі джерела фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб. До них належать:

- особисті доходи працівників підприємств, отримані за місцем роботи, що спрямовуються у джерела їх одержання на придбання акцій (простих і привілейованих) та/або корпоративних облігацій свого підприємства;

- особисті доходи громадян, які спрямовуються на придбання акцій та облігацій інших емітентів, що перебувають в обігу на фондовій біржі, через особові інвестиційні рахунки;

- пенсійні кошти застрахованих осіб, які спрямовуються на придбання акцій та облігацій інших емітентів, що перебувають в першому або другому рівні лістингу фондової біржі, через особові пенсійні рахунки;

- кошти накопичувальної системи пенсійного страхування, яка поки що в Україні відсутня, у разі їх спрямування на придбання корпоративних цінних паперів, що перебувають у біржовому обігу;

- фінансові інвестиції, що надходять приватизованому підприємству на виконання інвестиційних зобов'язань від покупця державного пакета акцій;

- прямі іноземні інвестиції, що надходять в Україну в процесі створення за участі іноземного інвестора нового суб'єкта гос-

подарювання, або залучаються існуючим суб'єктом господарювання шляхом розміщення додаткового випуску акцій (закритого чи публічного) серед іноземних інвесторів;

– фінансові реінвестиції частини балансового прибутку підприємства, вивільненого внаслідок звільнення платника податку від оподаткування прибутку, що спрямовується у збільшення статутного капіталу емітента або на поповнення власних оборотних засобів;

– фінансові реінвестиції нерозподіленого на дивіденди чистого прибутку підприємства, що спрямовується у збільшення статутного капіталу емітента або на поповнення власних оборотних засобів.

Зазначені джерела фінансових ресурсів на сьогодні практично не використовуються внаслідок існування податкових або адміністративно-правових перешкод на шляху їх руху до виробництва. З метою усунення зазначених перешкод пропонуються наступні зміни до чинного податкового та корпоративного законодавства, що передбачають:

– звільнення від податку на доходи фізичних осіб особистих доходів, отриманих за місцем роботи, які спрямовуються у джерела їх отримання на придбання простих акцій і корпоративних облігацій;

– поширення на проценти, нараховані за облігаціями підприємств, ставки податку 5%, яка застосовується до доходів у вигляді дивідендів за простими акціями (іншими корпоративними правами);

– звільнення від податку на доходи фізичних осіб особистих доходів, отриманих за місцем роботи, які спрямовуються у джерела їх отримання на придбання привілейованих акцій;

– поширення на дивіденди, нараховані за привілейованими акціями, загального порядку оподаткування дивідендів за простими акціями (за ставкою 5% під час ви-

плати / нарахування дивідендів за рахунок такої виплати);

– звільнення від податку на доходи фізичних осіб інвестиційного прибутку, отриманого від операцій з цінними паперами, які виконуються через особові інвестиційні рахунки, за умови, що кошти з ОІР використовуються як інвестиції понад 1095 днів (3 роки) з моменту надходження першого внеску;

– звільнення від податку на доходи фізичних осіб пенсійних внесків на особові пенсійні рахунки та інвестиційного прибутку, отриманого від операцій з цінними паперами, які виконуються через такі рахунки;

– звільнення від оподаткування податком на прибуток підприємств коштів, які надходять підприємству на виконання інвестиційних зобов'язань покупців державних пакетів акцій у процесі приватизації;

– звільнення від податку на прибуток коштів, що спрямовуються підприємством-платником податку як реінвестиції у розвиток власного виробництва шляхом збільшення статутного капіталу підприємства або поповнення власних оборотних засобів;

– скасування адміністративної норми, яка передбачає обов'язкове нарахування дивідендів за корпоративними правами, що належать державі в господарських товариствах; поширення на товариства з державною часткою загального порядку прийняття рішень про нарахування та виплату дивідендів.

У разі реалізації вищезазначених пропозицій загальний інвестиційний потенціал додаткових джерел фінансування на період до 2022 рр. може становити:

– за песимістичним сценарієм – до 100 млрд. грн. (до 4 млрд. дол. США);

– за оптимістичним сценарієм – до 500 млрд. грн. (до 20 млрд. дол.);

– за реалістичним сценарієм – до 250 млрд. грн. (до 10 млрд. дол.).

Головними чинниками, що зумовлюють різницю в обсягах коштів, які можуть бути

залучені у розвиток підприємств реального сектору у межах вищезазначеного 5-річного періоду, є наступні:

– терміни запровадження другого рівня накопичувальної системи і особових пенсійних та інвестиційних рахунків;

– встановлення податкових пільг, що пропонуються з метою стимулювання інвестиційної діяльності юридичних та фізичних осіб;

– виведення емітентами корпоративних цінних паперів власного випуску (акцій та облігацій) на біржовий ринок з метою здійснення IPO;

Обов'язкові умови досягнення зазначених показників:

1) запровадження накопичувальної системи пенсійного страхування;

2) запровадження особових пенсійних та особових інвестиційних рахунків;

3) зміна концепції приватизації та дивідендної політики держави з фіскальної на інвестиційну;

4) активізація податкових стимулів для заохочення юридичних і фізичних осіб до участі в інвестиційній діяльності та накопичувальному пенсійному забезпеченні;

5) загальне покращання інвестиційного клімату в країні.

Список використаних джерел

1. Декрет Кабінету Міністрів України "Про прибутковий податок з громадян" від 26.12.92 № 13-92 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/13-92>

2. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік // ДКЦПФР, 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>

3. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік / Динамічний розвиток, ефективне регулювання / [Електронний ресурс] // ДКЦПФР, 2011. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>

4. *Индивидуальные инвестиционные счета: международный опыт и перспективы в России (презентация научного доклада)* [Электронный ресурс] // Альфа Капитал. – Режим доступа : <http://www.myshared.ru/slide/995901/>

5. Проект Закону про внесення змін до деяких законів України щодо стимулювання участі громадян у інвестиційній діяльності та недержавному пенсійному забезпеченні (реєстр. № 4259 від 17.03.2016) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc2_5_1_J?ses=10009&num_s=2&num=4259&date1=&date2=&name_zp=&out_type=&id=

6. Проект Закону про внесення змін до Податкового кодексу України щодо стимулювання участі громадян у інвестиційній діяльності та недержавному пенсійному забезпеченні (реєстр. № 4260 від 17.03.2016) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc2_5_1_J?ses=10009&num_s=2&num=4260&date1=&date2=&name_zp=&out_type=&id=

7. *Активи пенсійних систем світу за підсумками 2016 року* [Електронний ресурс] / Дослідження Towers Watson. – Режим доступу : <https://www.slideshare.net/TowersWatson/global-pensions-asset-study-2017-71533079>

8. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2016 [Електронний ресурс] // Нацкомфінпослуг. – Режим доступу : https://nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202016.pdf

9. Закон України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" від 09.07.2003 року № 1058-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1058-15/print1452700592491686>;

10. Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення" від 09.07.2003 року № 1057-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1057-15/print1452700592491686>

11. Рекомендації щодо подальшого реформування пенсійної системи в Україні з метою забезпечення її фінансової стабільності [Електронний ресурс]// Програма розвитку фінансового сектору (USAID/FINREP-II), грудень 2014. – Режим доступу : http://finrep.kiev.ua/download/proposal_finrep2_on_pension_reform_dec2014_ua.pdf

12. Звіт про результати контролю за виконанням умов договорів купівлі-продажу об'єктів приватизації, здійсненого державними органами приватизації протягом 2015 року, затверджений наказом Фонду державного майна України від 22.01.16 № 113. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/dod113_7003.pdf

13. Арселор Міттал в Україні – 10 років! / Новини компаній та ринків України [Електронний ресурс]// БІЗРЕЛІЗ. – 2015. – 22 жовт. – Режим доступу : <http://www.bizreliz.com/promislovieta-metalurgiya/arselor-mittal-v-ukrayini-10-rokiv.html>

14. Постанова Кабінету Міністрів України “Про затвердження базового нормативу відрахування частки прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів за результатами фінансово-господарської діяльності у 2015 році господарських товариств, у статутному капіталі яких є корпоративні права держави” від 23 березня 2016 р. № 228 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/228-2016-%D0%BF>

References

1. Dekret Kabinetu Ministriv Ukrainy “Pro prybutkovyi podatok z hromadian” vid 26.12.92 № 13-92 [Decree of the Cabinet of Ministers of Ukraine “On income tax”]. (1992, December, 26). Available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/13-92>

2. Zvit Derzhavnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2009 rik [Report of the State commission on securities and stock market 2009]. (2010). Available at: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>

3. Zvit Derzhavnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku za 2010 rik [Report of the State

commission on securities and stock market 2010]. (2011). *Dynamichnyi rozvytok, efektyvne rehulivuvannya – Dynamic development, effective regulation*. Available at: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>

4. Individualnyie investitsionnyie scheta: mezhdunarodnyiy opyt i perspektivy v Rossii [Individual investment schet: The international experience and prospects in Russia]. Alfa Kapital – Alpha Capital. Available at: <http://www.myshared.ru/slide/995901/>

5. Proekt Zakonu pro vnesennia zmin do deiakykh zakoniv Ukrainy shchodo stymuliuvannia uchasti hromadian u investytsiinii diialnosti ta nederzhavnomu pensiinomu zabezpechenni № 4259 vid 17.03.2016 [Draft Law on amendments to some Laws of Ukraine to stimulate citizen participation in investment banking, private pension provision]. (2016, March, 17). Available at: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc2_5_1_J?ses=10009&num_s=2&num=4259&date1=&date2=&name_zp=&out_type=&id

6. Proekt Zakonu pro vnesennia zmin do Podatkovoho Kodeksu Ukrainy shchodo stymuliuvannia uchasti hromadian u investytsiinii diialnosti ta nederzhavnomu pensiinomu zabezpechenni № 4260 vid 17.03.2016 [Draft Law on Amendments to the Tax Code of Ukraine to stimulate citizen participation in investment banking, private pension provision]. (2016, March, 17) Available at: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc2_5_1_J?ses=10009&num_s=2&num=4260&date1=&date2=&name_zp=&out_type=&id

7. Aktyvy pensiinykh system svitu za pidsumkamy 2016 roku [Assets of pension systems in the world on the basis of 2016]. Doslidzhennia Towers Watson - Research of Towers Watson. Available at: <https://www.slideshare.net/TowersWatson/global-pensions-asset-study-2017-71533079>

8. Pidsumky rozvytku systemy nederzhavnoho pensiinoho zabezpechennia stanom na 31.12.2016 [Summary of private pensions as of 31/12/2016] Natskomfinposluh. Available at: https://nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202016.pdf

9. Zakon Ukrainy "Pro zahalnooboviazkove derzhavne pensiine strakhuvannia" vid 09.07.2003 № 1058-IV [The Law of Ukraine "On compulsory state pension insurance"]. (2003, July, 9). Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1058-15/print1452700592491686>;

10. Zakon Ukrainy "Pro nederzhavne pensiine zabezpechennia" vid 09.07.2003 roku № 1057-IV [The Law of Ukraine "On private pension provision"]. (2003, July, 9). Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1057-15/print1452700592491686>

11. Rekomendatsii shchodo podalshoho reformuvannia pensiinoi systemy v Ukraini z metoiu zabezpechennia yii finansovoi stabilnosti [Recommendations for further pension reform in Ukraine in order to ensure its financial stability]. Prohrama rozvytku finansovoho sektoru (USAID/FINREP-II), hruden 2014. – Financial sector development program (USAID / FINREP-II). (2014, December). Available at: http://finrep.kiev.ua/download/proposal_finrep2_on_pension_reform_dec2014_ua.pdf

12. Zvit pro rezultaty kontroliu za vykonanniam umov dohovoriv kupivli-prodazhu ob'ektiv pryvatyzatsii, zdiisnenoho derzhavnymy orhanamy pryvatyzatsii protiahom 2015 roku, zatverdzhenyi nakazom Fondu derzhavnogo maina Ukrainy vid

22.01.16 № 113 [Report on the results of monitoring the performance of the contract of sale of objects of privatization by state agencies privatization for 2015, approved by the State Property Fund of Ukraine] (2016, January, 22). Available at: http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/dod113_7003.pdf

13. Arselor Mittal v Ukraini – 10 rokov! Novyiny kompanii ta rynkiv Ukrainy [Arcelor Mittal in Ukraine – 10 years! Corporate news and markets of Ukraine]. BIZRELIZ, October, 28 (2015). Available at: <http://www.bizreliz.com/promislovist-metalurgiya/arselor-mittal-v-ukrayini-10-rokiv.html>

14. Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy "Pro zatverdzhennia bazovoho normatyvu vidrakhuvannia chastky prybutku, shcho spriamovuietsia na vyplatu dyvidendiv za rezultatamy finansovo-hospodarskoi diialnosti u 2015 rotsi hospodarskykh tovarystv, u statutnomu kapitali yakykh ye korporatyvni prava derzhavy" vid 23 bereznia 2016 r. № 228 ["On approval of the basic regulation allocations share profit used to pay dividends on the results of financial and economic activity in 2015, business entities, whose authorized capital is the corporate law of the State" Cabinet of Ministers of Ukraine]. (2016, March, 23). Available at: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/228-2016-%D0%BF>

Стаття надійшла до редакції 31.01.2017.