

Соляник Л.Г.  
Украина, НГУ

## РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА КАК ФАКТОР АКТИВИЗАЦИИ ИННОВАЦИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В УКРАИНЕ

На современном этапе развития мировой экономики повышение уровня конкурентоспособности отечественных производителей, значительно проигрывающих перед более развитыми и технологически сильными иностранными предприятиями, является первоочередной задачей, которая требует немедленного решения и выступает главным фактором как устойчивой жизнедеятельности предприятия, так стабилизации и укрепления экономики Украины в процессе глобализации и интернационализации производства. В данной ситуации особое внимание должно быть уделено инвестиционно-инновационной деятельности предприятий, которая призвана обеспечивать их конкурентоспособность в стратегической перспективе. Проблема активизации инновационной деятельности предприятий является достаточно актуальной на современном этапе развития Украины. Трудности в инновационной сфере связаны с внутренними проблемами государства в научно-технической, экономической, политической, социальной сферах. Но одной из важнейших проблем, стоящих перед любой компанией, является проблема привлечения ресурсов для финансирования новых или поддержания уже имеющихся у нее инвестиционных проектов. Вопросы инновационного финансирования предприятий исследовались многими отечественными и зарубежными экономистами. Этой тематике посвящены публикации Т. Г. Кубаха, Н. А. Кухарской, М. В. Сороки, Т. Д. Косовой, С. Захарина и других. Но, несмотря на достаточное количество исследований по этой тематике, проблема использования возможностей финансового и, в частности, фондового рынка для финансирования инновационно-инвестиционной деятельности предприятий до конца не решена, что требует дальнейших исследований в направлении совершенствования научно-методической базы и создания практического инструментария.

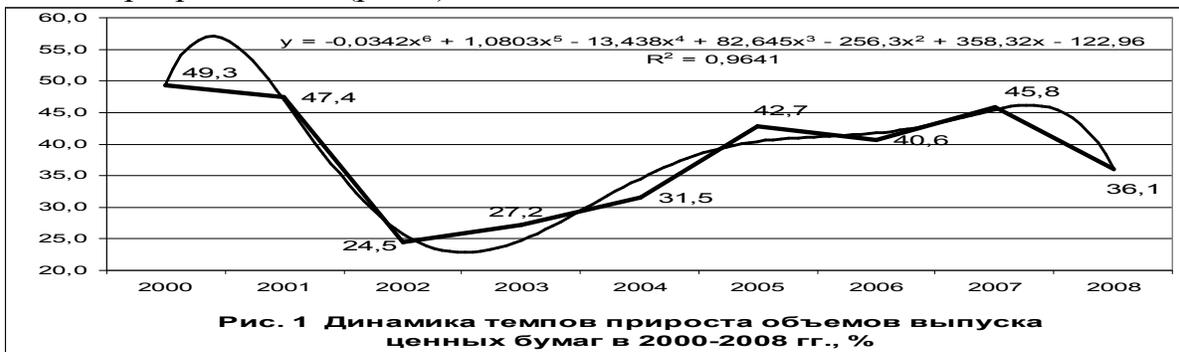
Становления фондового рынка в Украине является чрезвычайно актуальным, ведь именно от него зависит дальнейшее продвижение и укрепление экономики, расширение возможностей финансирования инновационной деятельности отечественных предприятий на микро-и макроуровне. Поэтому целью данной статьи является исследование с помощью абстрактно-логических и математических методов анализа общих тенденций развития и противоречий фондового рынка в Украине, путей их преодоления; возможностей расширения финансирования инновационной деятельности отечественных предприятий на основе развития и трансформации фондового рынка.

Одним из важнейших сегментов национальной системы рыночного хозяйствования, который перераспределяет финансовые потоки между субъектами

хозяйствования, является рынок ценных бумаг. Он дает возможность государству и юридическим лицам расширить круг источников инвестирования, не ограничиваясь самофинансированием и кредитованием. Все процессы на инвестиционном рынке связаны с использованием определенных финансовых инструментов. В зависимости от способов, целей, методов и форм накопления они делятся на различные виды, однако в своей совокупности играют одну из определяющих ролей в организации инвестиционно-инновационной деятельности предприятий.

Инвестиционная активность отечественных предприятий, связанная с функционированием фондового рынка, обусловлена эмиссионной деятельностью и уровнем использования эмиссии на инвестиционные цели. Поэтому заслуживает особого внимания исследование динамики основных финансовых инструментов фондового рынка.

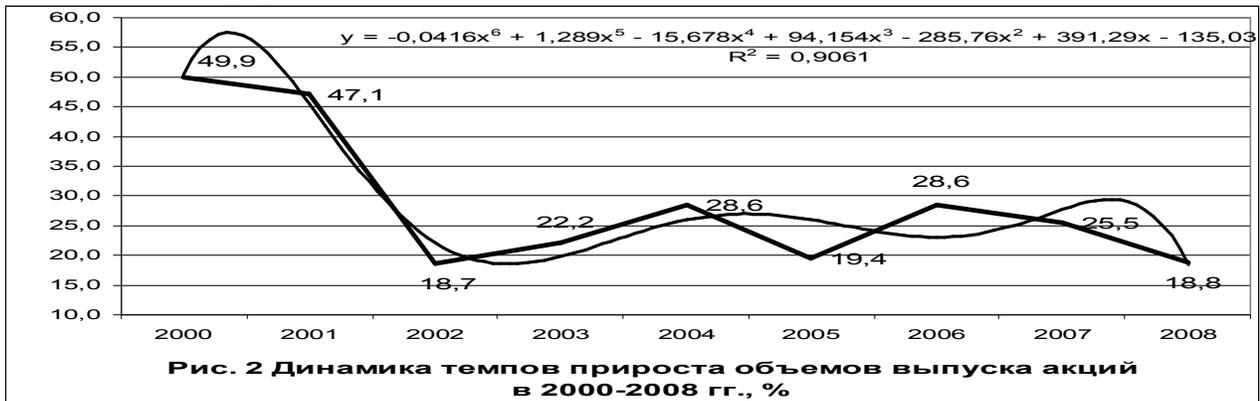
Одним из важнейших показателей развития рынка ценных бумаг являются объемы их выпуска. Динамика прироста объемов выпуска ценных бумаг является достаточно прогрессивной (рис.1).



Высокое значение коэффициента регрессии (0,964) свидетельствует о достоверности выявленных тенденций. Так, если в 2000г. этот показатель был зафиксирован на отметке 15,59 млрд. грн, то уже к 2008 г. он увеличился почти в 10 раз и составил 153,05 млрд. грн. Общий объем зарегистрированных ценных бумаг увеличился с 47,3 млрд. грн. в 2000 г. до 577,38 млрд. грн. в 2008 г. 2000 и 2001 гг темпы прироста объемов выпуска ценных бумаг равнялись соответственно 49,3 и 47,4% (8,05 и 15,61 млрд грн). В 2002 г. прирост составил лишь 24,5% (17,1 млрд. грн), после чего наблюдалась устойчивая тенденция к росту объемов ежегодного выпуска ценных бумаг: от 27,2% (23,62 млрд. грн) в 2003 г. до 45,8% (133,25 млрд. грн). В 2008 г. темп прироста снизился до 36,1%, что составило 153,01 млрд грн, но этот объем выпуска был самым высоким с начала государственной регистрации выпусков ценных бумаг [1].

На рис. 2 изображена динамика темпов прироста объемов выпуска акций в 2000-2008 г. До 2002 г. наблюдалось снижение темпов прироста объемов выпуска акций с 49,9% (7,92 млрд. грн) в 2000 г. до 18,7% (21,9 млрд. грн) в 2002 г. После чего темпы прироста имели неустойчивую тенденцию, о чем свидетельствует

повышение темпа прироста в 2004 и в 2006 г. до 28,6% (соответственно 28,34 и 43,54 млрд грн) и снижение до 19,4% (24,81 млрд. грн) и 18,8% (46,14 млрд. грн) в 2005 и 2008 гг [1].

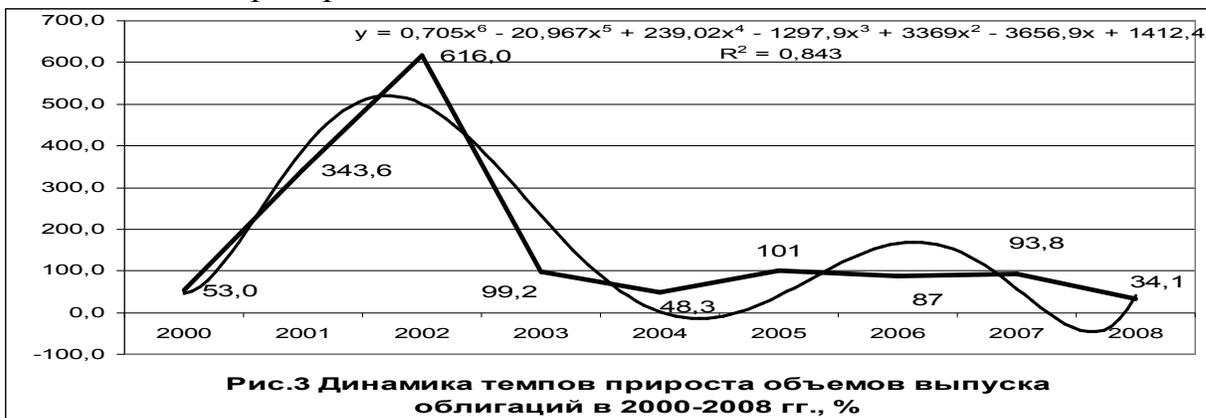


Тенденции изменения объемов выпуска акций подобны тенденциям изменения объемов общего выпуска ценных бумаг, что объясняется преобладанием акций в структуре общего объема ценных бумаг. О достоверности выявленных тенденций свидетельствует высокое значение коэффициента регрессии (0,906). Синусоподобный характер линии тренда говорит о том, что экономика страны находится под влиянием не только внешних для страны факторов, но и под влиянием регуляторной политики государства, нестабильность которой в трансформационный период приводит к постоянным изменениям условий хозяйствования: налоговой системы, условий привлечения иностранных инвестиций, развития финансового рынка и т.д. В 2008 г. акций было выпущено на 46,14 млрд. грн, облигаций - на 31,35 млрд. грн. Наибольшие объемы выпуска акций зарегистрировано ЗАО «ПриватБанк» (1456,63 млн. грн), ОАО «БТА Банк» (1350 млн. грн), ЗАО «Телесистемы Украины» (1310,66 млн. грн), облигаций - ЗАО «Донецксталь» - металлургический завод »(600 млн грн), ООО« А.В.С. »(504,34 млн. грн).

За период с 2004 по 2008 год доминирующую долю в выпуске ценных бумаг занимают акции и облигации предприятий, но если для первых характерно сокращение объемов выпуска, то рынок облигаций в Украине, наоборот, набирает темпы развития. Сокращение объемов выпуска акций как средства привлечения дополнительных инвестиционных ресурсов объясняется:

- общим неблагоприятным инвестиционным климатом в государстве, что обуславливает высокий уровень риска этого вида ценных бумаг;
- нежеланием новых собственников приватизированных предприятий использовать именно этот финансовый инструмент через потерю контроля над предприятием;
- кризисом на мировых финансовых рынках, который привел к заметному падению спроса на отечественные ценные бумаги с высоким уровнем риска.

На сегодняшний день в соответствии с французской классификацией инвестиционной привлекательности стран Украина имеет негативный рейтинг «С», т.е. «негативный». Большой проблемой является существующая в Украине законодательная база, отсутствие инвестиционного кодекса. Инвестиционная деятельность регламентируется 2,5 тыс. законодательными актами, в которых зарубежным инвесторам невозможно разобраться. При этом не предоставляются никакие гарантии и льготы. [2] В условиях падения мировых фондовых индексов, когда инвестиции в акции становятся все более рискованной стратегией, вложения в финансовые инструменты с фиксированным доходом приобретают все большее доверие инвесторов. На рис.3 представлена динамика темпов прироста объемов выпуска облигаций предприятий за 2000-2008 гг



В 2001-2002 г. наблюдалось значительное увеличение объемов выпуска - прирост составил соответственно 343,6% и 616% (0,694 и 4,275 млрд. грн), после чего происходило постепенное снижение темпов прироста до 48,3% (4,11 млрд. грн.) в 2004 г. После наращивания темпов прироста до 101% (12,624 млрд грн), с 2004 г. начинаются определенные колебания и в 2008 г. темпы прироста достигают своего минимального значения - 34,1% (31,35 млрд. грн.) Несмотря на снижение темпов прироста, начиная с 2004 г. в Украине наблюдается резкое увеличение объемов выпуска облигаций предприятий. Уменьшение объемов выпуска облигаций в 2008 г. объясняется снижением доверия к этому финансовому инструменту из за неспособности многих компаний рассчитаться по выпущенным облигациям, что связано с мировым финансовым кризисом и углублением экономического и финансового кризиса в Украине. Рынок корпоративных облигаций делает возможным привлечение предприятиями значительных финансовых ресурсов среднесрочного характера без потери контроля над компанией для существующих акционеров. Развитие рынка корпоративных облигаций позволяет предприятиям привлекать денежные ресурсы на более выгодной основе, создает конкуренцию банковскому капиталу, как основному источнику кредитных средств, предоставляет эмитенту проводить более гибкую финансовую политику и улучшает ликвидность фондового рынка.

Поэтому развитие рынка корпоративных облигаций является чрезвычайно важным для Украины Наряду с изучением динамики изменения темпов прироста объемов выпуска ценных бумаг важно рассмотреть их структуру (рис 4).

К 2008 году наибольший удельный вес среди всех инструментов занимали акции, но объемы их выпуска имели тенденцию к снижению: от 76% в 2003 г. до 30% в 2008 г. Доля выпущенных облигаций предприятий до 2008 г. постепенно увеличивалась и достигла 33% в 2007 г., но в 2008 снизилась до 20%. Среди финансовых инструментов наибольшие объемы выпусков зарегистрировано с инвестиционными сертификатами КУА ПИФ - 42,7% (65,37 млрд. грн) от общего объема зарегистрированных выпусков ценных бумаг в 2008 году. В течение всего исследуемого периода объемы выпуска опционов, сертификатов фонда операций по недвижимости, акций корпоративных инвестиционных фондов и обычных ипотечных облигаций оставались незначительными.

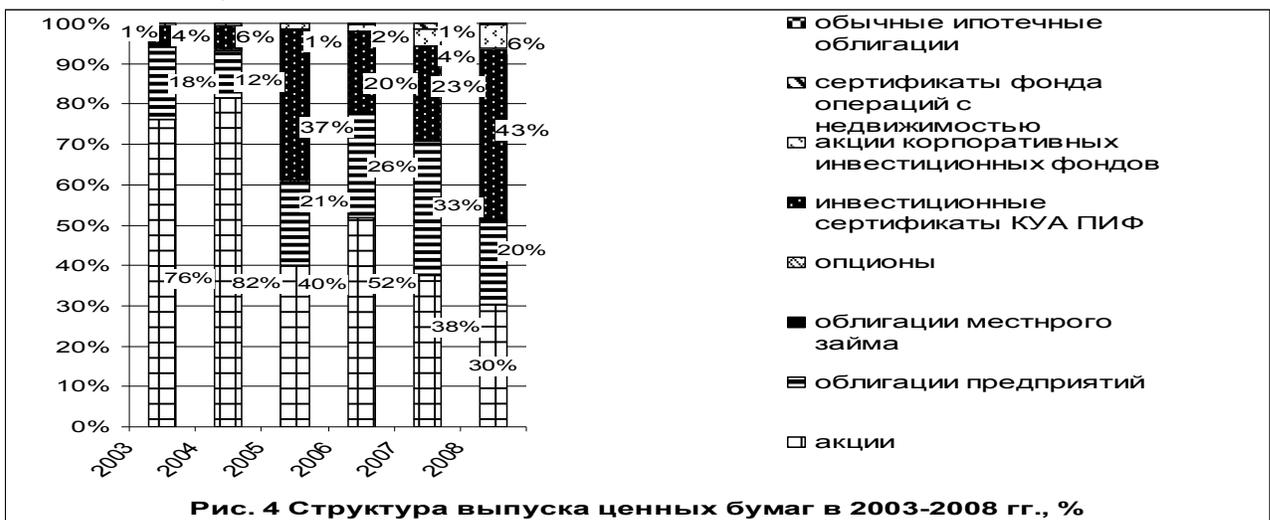


Рис. 4 Структура выпуска ценных бумаг в 2003-2008 гг., %

Таким образом, уменьшение объемов выпуска акций и увеличения объемов выпуска облигаций предприятий свидетельствует об оптимизации структуры инструментов фондового рынка, которая происходит путем трансформации рынка паевых бумаг в рынок долговых и соответствует мировым тенденциям функционирования фондовых рынков в странах с высокоразвитой рыночной экономикой.

Сегодня украинский фондовый рынок находится не в лучшем положении: главные проблемы возникли из-за сокращения инвестиционных ресурсов нерезидентов. По оценкам специалистов удельный вес иностранного капитала на рынке акций сократился в четыре раза, а на рынке облигаций - в пять раз. Значительный спад производства в экспортоориентированных отраслях экономики в 2008 году также негативно повлиял на фондовый рынок Украины: котировки акций ведущих предприятий горно-металлургической и химической промышленности упали в пять раз. Препятствием на пути интеграции фондового рынка Украины к мировому является низкая ликвидность и капитализация рынка

ценных бумаг; недостаточная способность чутко и своевременно реагировать на экономические и политические события; высокие риски; низкая прозрачность; недостаточная защищенность прав инвесторов.

Проанализировав тенденции и противоречия развития фондового рынка Украины, целесообразно определить его роль в инновационном финансировании отечественных промышленных предприятий. С этой целью необходимо установить характер зависимости инновационно-инвестиционной активности отечественных предприятий от их эмиссионной деятельности, обусловленной функционированием фондового рынка, и определить уровень использования объемов эмиссии на инвестиционные цели. На рис. 5 представлена динамика годовых объемов выпуска ценных бумаг, акций и инновационных затрат промышленных предприятий Украины в течение 2004-2008гг [3], свидетельствующая об отсутствии прямой связи между ростом объемов эмиссии ценных бумаг и инновационными затратами предприятий, которые составили лишь 23% эмиссионных средств от выпуска акций и до 8% от общего выпуска ценных бумаг.



Темпы роста инновационных расходов предприятий очень незначительны и не имеют устойчивой тенденции к росту, так характерной для эмиссии ценных бумаг. Исключением является 2007 год, где наблюдалось увеличение инновационных затрат опережающими темпами - на 75,67%, что обусловлено прежде значительным притоком прямых иностранных инвестиций в первые три квартала года в результате осуществления правительством последовательных шагов в направлении обеспечения стабилизации экономики, сбалансирования бюджета, либерализации валютного рынка, улучшение инвестиционного имиджа страны и имплементации национального законодательства к нормам ВТО. В следующем году этот процесс замедлился, что объясняется влиянием мирового финансово-экономического кризиса на движение капитала.

Исследование роли фондового рынка в инновационном финансировании отечественных предприятий показали, что несмотря на то, что Украина избрала инновационный путь развития, рост объемов финансовых ресурсов, привлекаемых путем эмиссии ценных бумаг, не сопровождается соответствующим ростом

инновационных затрат на промышленных предприятиях. Это говорит о нерациональном использовании привлеченных эмиссионных ресурсов, что обусловлено спецификой украинского фондового рынка, на котором практически отсутствует внутренний инвестор, а большое количество сделок заключается с целью получения спекулятивной прибыли. Законодательство, регулирующее функционирование фондового рынка, остается неразвитым и характеризуется нестабильностью. При таких условиях роль фондового рынка как источника инвестиций сведена к минимуму. Существенное влияние на процессы стимулирования инновационного развития предприятий в Украине и направления эмиссионных средств именно на инвестиционно - инновационные цели вызывают также такие факторы как несовершенство налоговой системы и регуляторного законодательства, которые, с одной стороны, искажают стимулы, а с другой - приводят к сокрытию собственных средств предприятий. Это приводит к тому, что в Украине слабо задействовано управление капиталом через контрольные пакеты акций. Другим сдерживающим фактором использования возможностей фондового рынка для инновационного финансирования предприятий является неэффективные собственники и низкий уровень корпоративного управления. Поэтому важным направлением, по нашему мнению, должно стать проведение мероприятий на государственном уровне для повышения качества менеджмента на отечественных предприятиях, в том числе через смену собственников на конкурентных, а не политических или иных началах и недискриминационная налоговая поддержка инвесторов, осуществляющих инновационное финансирование предприятий.

Принципиально новым и эффективным способом привлечения инвестиционного капитала является первичное публичное размещение ценных бумаг на международных рынках (IPO). Наряду с рядом преимуществ, которые характерны для IPO, существует множество проблем, решение которых значительно облегчит выход отечественных компаний на международные рынки капитала.

Таким образом, по результатам исследований установлено, что современный рынок ценных бумаг в Украине находится на стадии становления, имеет устойчивые положительные тенденции развития и трансформации. К сожалению, существуют многочисленные вышеуказанные факторы, сдерживающие его дальнейшее развитие и усиление влияния на активизацию инновационно-инвестиционной деятельности предприятий и укрепления экономики на микро-и макроуровне, негативное влияние которых не дает возможности в полной мере задействовать инструменты финансового рынка на инвестиционные цели. Но даже в такой ситуации можно было бы существенно увеличить возможности инновационного финансирования отечественных предприятий, если целенаправленно использовать их эмиссионные средства на инновационно-инвестиционные цели при условии проведения эффективной государственной регуляторной политики.

Для ефективного розвитку фондового ринку і росту його ролі в мобілізації інвестиційних ресурсів підприємств в Україні необхідно створити стабільні і передбачувані правила відносин бізнеса і влади; законодавчу основу для захисту прав власності і ефективну регуляторну політику в сфері інноваційного розвитку підприємств; ефективну інфраструктуру українського фондового ринку; сприятливу правову середовище для функціонування фондового ринку, розвивати біржову і розрахунково-клірингову систему по цінним бумагам, вдосконалити систему оподаткування операцій з цінними бумагами.

Дальніше вивчення і використання таких сучасних фінансових інструментів як IPO буде сприяти не тільки розвитку окремих підприємств, а і загальному покращенню макроекономічного положення, комплексного розвитку і інтернаціоналізації українського бізнеса, підвищенню конкурентоспроможності українських підприємств за рахунок активізації інвестиційно-інноваційної діяльності.

### Література

1. Річні звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2000-2008 рр./ Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку: [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12&AspxAutoDetectCookieSupport=1>

2. У України негативний рейтинг інвестиційної привабливості за французькою класифікацією./ Інформаційне агентство РБК-Україна: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rbc.ua>.

3. Статистичний щорічник України за 2008 рік / за ред. О. Г. Осауленка. – К. : Державний комітет статистики України, Консультант, 2009. – 567 с.

### Annotation

General trends of development of the modern stock market of Ukraine, its problems and contradictions and ways to overcome them are investigated. The possibilities of expansion of financing of innovative activity of enterprises on the basis of development and transformation of the stock market, the primary entrance to international markets as fundamentally new and effective way of attraction of the investment capital are determined.

Соляник Людмила Григорівна - к.э.н., доцент кафедри економічного аналізу і фінансів Національного горного університета, г. Днепропетровск, Україна