

ЕФЕКТИВНІСТЬ ІНСТРУМЕНТІВ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В УМОВАХ УКРАЇНИ

В статті проаналізовано ефективність корпоративних інструментів залучення інвестицій у докризовий, кризовий та посткризовий періоди. Визначено причини обмеженого використання їх потенціалу в умовах України порівняно із розвиненими країнами. Обґрунтовано рекомендації, спрямовані на усунення зазначених причин.

Проблема масштабного оновлення виробничої бази була актуальною для української економіки ще півстоліття тому. Перехід до ринкової економіки і вступ до СОТ багаторазово загострили цю проблему, оскільки вимагають високої конкурентоспроможності товарів вітчизняного виробництва, причому переважно товарів з високою доданою вартістю.

Дослідники зазначеної проблеми, як теоретики, так і практики, наголошують, що її вирішення у довгостроковій перспективі можливе лише за умови переходу від сировинної до інноваційної моделі розвитку економіки¹. Ще на початку 2000-их років були затверджені численні державні програми модернізації виробничої бази багатьох галузей економіки, але суттєвих зрушень щодо їхньої реалізації та, відповідно, підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки так і не відбулося через, в першу чергу, невирішеність проблеми фінансового забезпечення необхідних заходів. На нашу думку, більш детального дослідження потребують питання джерел, умов та механізмів залучення фінансових ресурсів для реалізації необхідних економічних перетворень.

Економісти часто дають оцінку обсягів інвестицій у вітчизняну економіку, які необхідні для її оновлення. На нашу думку, такий підхід є дещо некоректним, оскільки модернізація ви-

робничої бази є не заходом, який при наявності необхідних ресурсів може бути реалізованим за певний час, а процесом, таким же нескінченим, як і сам науково-технічний прогрес. З цієї точки зору удосконалення механізмів ефективного залучення інвестицій потрібне не тільки для вирішення теперішніх проблем в економіці, але й для її подальшого сталого розвитку. Перехід до інноваційної моделі економіки потребує «перебудови фінансової системи в такий спосіб, щоб вона була здатна працювати з високотехнологічними і високоризикованими компаніями нової економіки²». Впровадження інвестиційно-інноваційних заходів потребує значних фінансових ресурсів, а ефективність цих заходів визначальною мірою залежить від швидкості їх реалізації. Підприємства не можуть чекати накопичення потрібних ресурсів за рахунок своїх прибутків та амортизаційних відрахувань.

В економічно розвинутих країнах істотні фінансові ресурси практично всього населення і компаній акумулюються банками у вигляді, переважно, поточних рахунків, оскільки взаєморозрахунки в цих країнах проводяться, здебільшого, в безготівковій формі. Строкові ж депозитні вклади, ставки по яким невеликі - 2-4%, не мають широкого розповсюдження. Потужність банків на таких засадах все більше зростає і вже на початку 2000-х років вкла-

**Олександр
Чемодуров**

к. е. н. ,

с. н. с. Відділу
економічного
зростання та

структурних змін в
економіці

ДУ «Інститут
економіки та

прогнозування
НАНУ»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

¹ Геєц В.М., Семиноженко В.П. Інноваційні перспективи України - Харків: Константа, 2006. - 272 с.; Іващенко В. І. Інноваційна економіка: формування та розвиток: монографія / В. І. Іващенко ; НАН України, Ін-т екон. та прогноз. - К., 2012. - 332 с.; Федуллова Л. І. Інноваційна економіка. - К.: Либідь, 2006.- 480 с.

² Геєц В.М., Семиноженко В.П. Інноваційні перспективи України - Харків: Константа, 2006. - 272 с., с.225.

дення банків в економіку у вигляді внутрішніх кредитів в нефінансовий сектор складала: у Японії - більше 190% ВВП, у США - близько 120%, у Німеччині - понад 110%, у Великобританії - близько 130%³. Невисока ціна залучення коштів населення дозволяє банкам кредитувати підприємства під прийнятні для них ставки.

В Україні висока ціна залучення банками заощаджень населення та тимчасово вільних коштів юридичних осіб істотно обмежує можливості банківського кредитування інвестиційно-інноваційної діяльності підприємств. Однією з вагомих причин цього є хронічний дефіцит бюджету, який значною мірою покривається кредитними коштами НБУ під облігації внутрішнього займу. Це обмежує можливості НБУ щодо рефінансування комерційних банків, зважаючи на його прагнення утримувати стабільність курсу національної валюти та одночасно стримувати інфляцію, що змушує банки та підприємства конкурувати за ці ресурси з державою.

Банки використовують залучені «дорогі» кошти, в основному, для споживчого кредитування, надання кредитів підприємствам торгівлі та іншим структурам із швидким оборотом коштів, для яких прийнятні навіть теперішні надвисокі кредитні ставки. Кредитування ж реального сектору в структурі кредитних портфелів українських банків займає, у середньому, тільки 34%, з яких 84% припадає на кредитування поточної діяльності підприємств і лише біля 16% (тобто 5-6% від загальної суми виданих банками кредитів) - на інвестиційну⁴.

В таких умовах роль емісії цінних паперів, як потенційно ефективного, що підтверджує світовий досвід, механізму залучення внутрішніх та іноземних інвестицій при вирішенні проблеми фінансового забезпечення інвестиційно-інноваційної діяльності підприємств стає визначальною.

Все більш актуальними стають дослідження механізму та інструментів залучення інвестицій на вітчизняному фондовому ринку з метою виявлення причин його значних негативних

відмінностей від достатньо ефективно працюючих фондових ринків як розвинутих країн, так і багатьох країн, що розвиваються, з метою обґрунтування пропозицій щодо його удосконалення для збільшення як загальних обсягів залучення фінансових ресурсів, так і питомої ваги тієї їх частини, що спрямовується на фінансування інвестиційної діяльності підприємств.

За даними НКЦПФР на 31.12.2012 загалом було зареєстровано випусків цінних паперів на суму 1144,4 млрд. грн. З одного боку такий істотний обсяг зареєстрованих цінних паперів свідчить про значну роль ринку цінних паперів у залученні фінансових ресурсів вітчизняними підприємствами, але з іншого - слід враховувати, що істотна частка зазначених випусків відображає приватизаційні процеси, які відбулися у національній економіці. Для оцінки використання інструментів фондового ринку для залучення фінансових ресурсів доцільно розглядати динаміку їх випуску в останні роки. Зокрема, важливим є аналіз впливу кризи 2008 року на функціонування національного ринку паперів та визначення її наслідків, адже кризовий період відображає ступінь довіри інвесторів до українських фінансових інструментів, а також ступінь впливу спекулятивної складової.

На рис. 1 представлено динаміку обсягів зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів та значення індексу ПФТС у 2004-2012 рр. Останній відображає зміну ринкової вартості українських емітентів у передкризовий, кризовий та після кризовий періоди.

Як видно з рисунку, у **передкризові 2004-2007 рр.** спостерігається швидке зростання ринкової вартості українських емітентів (більш ніж у 4,4 рази за індексом ПФТС), а також обсягів зареєстрованих емісій (більш ніж у 3,8 рази). Це зростання мало цілий ряд передумов: демократичні перетворення та лібералізація вітчизняної економіки та збільшення довіри до неї з боку іноземних інвесторів з розвинених країн; тривале зростання світової економіки та підвищення інтересу інвесторів до ризикованих вкладень, зокре-

³ Колесников А.А. Механізм трансформації сбережений населення в інвестиції: Автореф. дис. к.е.н. - М., 2007, с.15.

⁴ За даними НБУ.

ма, у країні, що розвиваються; наявність значного потенціалу розвитку вітчизняної економіки та істотна недооціненість вітчизняних підприємств.

Криза 2008 року майже повністю нівелювала зростання вартості вітчизняних підприємств у 2004-2007 рр., відображаючи падіння довіри інвесторів до України та значну присутність спекулятивних інвестицій. На ринку первинної пропозиції найбільшого скорочення зазнали обсяги емісії корпоративних облігацій, які зменшилися з 44,5 млрд. грн. у 2007 році до 10,1 млрд. грн. у 2009. Причинами цього, разом із зменшенням довіри інвесторів до ризикованих активів під час кризи, стали недоліки у вітчизняній системі захисту прав власників облігацій. Навіть емітенти, які мали можливість виконати свої зобов'язання воліли цього уникнути користуючись цими недоліками.

Післякризові 2009-2010 рр. стали роками відновлення ринкової вартості вітчизняних активів після значного обвалу у 2008 р. на тлі очікувань відновлення вітчизняної економіки разом із світовою. Обсяги нових емісій, як і у попередніх випадках відреагували на поновлення попиту на українські цінні папери із певним запізненням, вийшовши на докризові рівні у 2011 році.

У **2011-2012 рр.** ринкова вартість українських підприємств знов зменши-

лася до мінімальних рівнів на тлі невиправданих сподівань інвесторів щодо відновлення економіки та політичної нестабільності. Обсяги нових емісій цінних паперів у цей період залишалися на високому, як для України, рівні, однак враховуючи попередню динаміку, їх зменшення можна буде із запізненням очікувати вже у найближчі роки.

Таким чином наведені дані дозволяють зробити висновок про те, що *вітчизняний ринок цінних паперів все ще знаходиться у стані становлення і, фактично, не спроможний фінансувати вітчизняну економіку в необхідних обсягах*. Про це свідчать як порівняно незначні обсяги емісії цінних паперів, так і відсутність позитивної динаміки їхнього зростання. З одного боку така ситуація склалася через те що відновлення української економіки так і не відбулося, а з іншого низька інвестиційна привабливість вітчизняних цінних паперів пояснюється істотними прихованими ризиками, які виявила криза 2008 року.

Розглянемо детальніше **фінансові інструменти**, які використовуються на українському ринку для фінансування інвестиційної діяльності. Це емісія облігацій, емісія акцій для приватної або публічної пропозиції, а також емісія цінних паперів інститутів спільного інвестування (ІСІ).

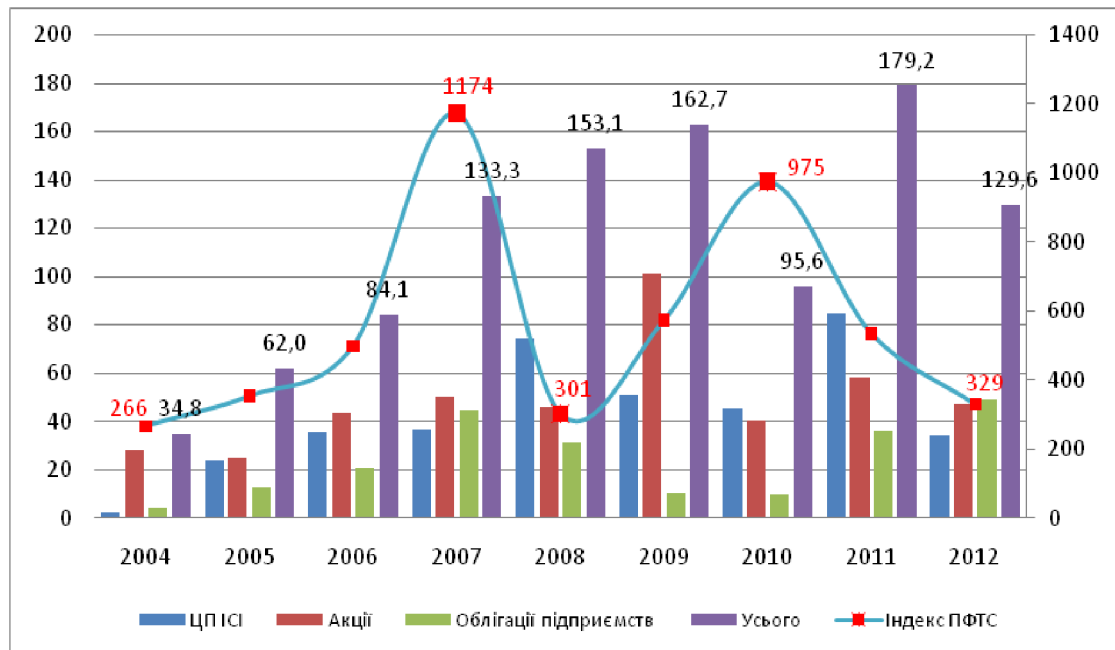


Рис. 1. Структура зареєстрованих випусків цінних паперів у 2004-2012 рр., млрд. грн.⁵

⁵ За даними НКЦПФР.

Емісія облігацій має цілий ряд переваг для позичальника у порівнянні з банківським кредитом. Вартість запозичень значно менша (в умовах України у 1,5-2 рази) через відсутність посередника, яким виступає банк. Термін та умови погашення облігаційного займу, на відміну від кредиту, визначаються самим позичальником і є вигіднішими для нього. Позичальник має можливість управління своїми зобов'язаннями скуповуючи свої облігації на ринку або випускаючи нові. На відміну від банківського кредиту емісія облігацій не потребує закладання майна.

Ринок облігацій, є одним з головних джерел довгострокових інвестицій в розвинених країнах. На кінець жовтня 2012 року обсяг світового ринку облігацій склав близько 100 трлн. доларів⁶. Корпоративні облігації складають від 20 до 40% загального обсягу облігацій. Найбільшим ринком облігацій є ринок США, який складає 33% від загального обсягу світового ринку.

У країнах «Великої сімки» за допомогою емісії корпоративних облігацій фінансується від 30 до 60% всіх інвестиційних проектів. Корпоративні облігації широко використовуються компаніями сектора «високих технологій» для розширення свого бізнесу і фінансування нових проектів. Серед інвесторів, які купують корпоративні облігації, домінують фінансові інститути (страхові компанії, інвестиційні та пенсійні фонди), на частку яких зазвичай припадає до 80% усіх вкладень в корпоративні облігації.

Визначним чинником ефективності використання емісії облігацій є репутація емітента та довіра до нього з боку інвесторів. У розвинених країнах, де відпрацьована система державного контролю та регулювання фінансових ринків, компаніям притаманна висока корпоративна культура та прозорість у веденні бізнесу, завдяки чому вони користуються довірою інвесторів. При оцінці ризикованості своїх інвестицій в облігації, останні враховують переважно ризик, притаманний емітенту, та задекларованому проекту, під який залучаються кошти. В Україні ж до зазначених ризиків додаються також

істотні політичні ризики, які є значно менш передбачуваними.

У передкризові роки, на тлі задекларованих демократичних перетворень, популярність облігацій в Україні зростала і у 2007 році загальний обсяг емісії облігацій досяг 44,5 млрд. грн. (див рис. 1). Однак криза 2008 року виявила цілий ряд недоліків функціонування механізму захисту прав власників облігацій. Зокрема, непрозорість функціонування контролюючих органів та судової системи породжує можливості для незаконного відчуження майна та проведення непрозорої процедури банкрутства емітента, внаслідок якої власники облігацій не отримують належної компенсації. За таких умов, навіть підприємства, які мали можливість розрахуватися за своїми зобов'язаннями воліли ухилитися від цього. У 2009 році обсяг емісії облігацій скоротився більш ніж у 4 рази - до 10,1 млрд. грн., однак вже у 2012 знов вийшов на докризовий рівень.

На нашу думку, підвищення довіри до вітчизняних облігацій, а, відтак, і зростання обсягів залучення та зменшення вартості запозичень, можливе за умови підсилення ролі державних контролюючих органів, зокрема НБУ та НКЦПФР. Остання має не тільки реєструвати випуски облігацій, а й ефективно контролювати виконання емітентами своїх зобов'язань за цими цінними паперами. Зокрема, мати можливість застосовувати санкції до недобросовісних емітентів. Захист інтересів власників облігацій має набути статусу державної політики на ринку цінних паперів.

На розвинених ринках емісія акцій є одним з найвигідніших та найменш ризикованих інструментів залучення фінансових ресурсів для фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності. Випускаючи акції, компанія фактично, залучає співвласників, які несуть усі ризики, пов'язані із впровадженням інвестиційних проектів, разом із існуючими власниками та претендують лише на частку прибутку, пропорційну частці своїх акцій. Додаткові переваги від емісії акцій отримують компанії з визнаною репутацією, адже їхня ринкова вартість може значно переви-

⁶ TheCityUK, Bond market report, October 2012. <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Bond-Markets-2012-F1.pdf>

щувати вартість за бухгалтерською звітністю, відображаючи премію за репутацію, якість менеджменту, наявність доступу до ресурсів та ринків збуту тощо. Таким чином, окрім переваг від отримання коштів при продажу акцій підприємство також отримує переваги за рахунок зростання ринкової капіталізації своїх активів, яка надає йому змогу отримувати кредитні ресурси у більших обсягах та за меншу вартість.

Первинна емісія акцій підприємства може бути запропонована для приватного або публічного розміщення серед інвесторів. **Приватне розміщення акцій** підприємства здійснюється серед обмеженого кола інвесторів і є привабливим та доступним інструментом для середнього та, навіть, малого бізнесу. Зокрема, приватне розміщення часто використовується при венчурному фінансуванні. Обсяги залучення інвестицій за допомогою приватного розміщення починаються, як правило, від 10 млн. дол. Доцільно розділити приватне розміщення з метою продажу бізнесу або його значної частини іншому власнику, та портфельне приватне розміщення з метою залучення фінансових ресурсів на реалізацію певного інвестиційного проекту. В останньому випадку інвесторами часто виступають міжнародні інвестиційні фонди (хедж-фонди), які зацікавлені у придбанні 10-20% акцій підприємств для фінансування перспективного інвестиційного проекту з метою продажу зазначеного пакету акцій після його реалізації.

Портфельне приватне розміщення є ефективним інструментом фінансування інвестиційних проектів середнього бізнесу, однак на сьогоднішній день його використання в Україні є скоріше виключенням ніж правилом. Масовому використанню портфельного приватного розміщення перешкоджає поганий інвестиційний клімат, недовіра інвесторів до вітчизняних компаній, непрозорість вітчизняного бізнесу, невпевненість інвесторів у належному функціонуванні державного механізму захисту їх інвестицій тощо. Покращенню ситуації сприятиме державна підтримка портфельного приватного розміщення акцій перш за все в частині створення позитивного інвестиційного іміджу країни: презентації

здійснених та запланованих інвестиційних проектів на міжнародних інвестиційних конференціях, надання інформаційної підтримки та консультацій з питань інвестування.

У розвинених країнах наступним кроком після приватного розміщення часто є **первинне публічне розміщення акцій (IPO)**, яке здійснюється на торгових майданчиках (біржах) з подальшим лістингом (котируванням та здійсненням ринкових угод). Наприклад, якщо проект, під який залучалися венчурні інвестиції, успішно реалізований, компанія може зацікавити широкий спектр інвесторів та запропонувати свої акції для публічного продажу, отримавши тим самим потенційний доступ до фінансових ресурсів значної частини інвесторів.

Українські підприємства на сьогоднішній день не залучають інвестицій шляхом IPO на вітчизняних біржах, однак здійснюють IPO на світових торгових майданчиках. Переважно на Варшавській, а також на Лондонській та Нью-Йоркській фондових біржах.

У 2005-2010 роках українськими компаніями шляхом IPO було залучено близько 6 млрд. дол., однак у подальшому, через кризові явища, темпи IPO сповільнилися. Так у 2011 році вітчизняні компанії залучили лише 226,7 млн. дол. на тлі зменшення загальних обсягів IPO у світі на 40-45% - до 114 млрд. дол., а у 2012 році IPO взагалі не відбувалось. Водночас збільшується кількість компаній, які відклали IPO до більш сприятливої економічної ситуації в Україні та світі. За попередніми анонсами близько 20 українських компаній планують загалом залучити у наступні роки шляхом IPO понад 2,5 млрд. дол. США

Ефективність залучення фінансових ресурсів українськими компаніями шляхом IPO може бути значно підвищена за умови, в першу чергу, розвитку вітчизняного фондового ринку. На сьогоднішній день компанії не розглядають цей ринок в якості потужного механізму для фінансування своїх інвестиційних проектів, як це відбувається у розвинутих країнах, через вкрай малі обсяги фінансових ресурсів, які обертаються на ньому. З іншого боку, інвестори не вкладають кошти в цінні папери,

що обертаються на українському фондовому ринку через обмежену кількість інвестиційних пропозицій та відсутність механізмів реалізації прав міноритарних акціонерів (зокрема, можливості контролю за формуванням прибутку та його розподілу). Оскільки вітчизняні компанії практично не виплачують дивідендів по акціях, єдиним шляхом отримання прибутку від інвестування в ці акції є їх перепродаж, що призводить до переважно спекулятивної спрямованості таких інвестицій.

Докорінному зміненню цієї ситуації сприятиме посилення державного контролю на фондовому ринку, спрямованого на підвищення його прозорості та зменшенні зловживань на ньому. У країнах із розвиненими фондовими ринками органи контролю⁷ наділені досить широкими повноваженнями, які дозволяють їм суворо контролювати діяльність учасників ринку, включаючи, навіть, певні етичні аспекти, такі як використання інсайдерської інформації. Українська Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) потребує розширення повноважень для ефективного проведення розслідувань сумнівних ринкових угод, додаткових емісій акцій, банкрутств тощо.

Розвитку фондового ринку та ефективному виконанню ним своїх основних функцій сприяло б також стимулювання підприємств залучати, а вітчизняних інвесторів (в першу чергу - фізичних осіб, які є основними інвесторами у розвинутих країнах) вкладати кошти з використанням механізму фондового ринку. Для цього, на нашу думку, потрібні зміни у корпоративному законодавстві в напрямку підвищення прав міноритарних інвесторів, зокрема щодо отримання відповідної частини прибутку підприємства, забезпечення їх прав на отримання інформації та можливості брати участь в управлінні. Залученню капіталу населення, на нашу думку, також сприяв би перехід до дворівневої системи пенсійного страхування з інвестуванням частини акумульованих коштів на фондовому ринку.

Необхідним є посилення контролю з боку НКЦПФР, Антимонопольного комітету та Податкової адміністрації за

управлінською діяльністю відкритих акціонерних товариств в частині прозорості формування та розподілу прибутку, а саме, в частині формування цін закупівлі сировини, цін продажу готової продукції, отримання консультаційних послуг, наявності посередників, в тому числі, зареєстрованих в офшорних зонах. Цьому також сприятиме прийняття закону про трансфертне ціноутворення.

На відміну від акцій та облигацій, які безпосередньо випускаються підприємством, що потребує фінансування, **цінні папери інститутів спільного інвестування (ІСІ)** випускаються посередниками на ринку інвестицій - компаніями з управління активами. Ці фінансові інструменти розглядаються у цій статті, оскільки кошти, отримані від їх випуску, також спрямовуються на фінансування інвестиційних проєктів реального сектору економіки.

За своєю інвестиційною стратегією та категорією інвесторів ІСІ поділяються на невенчурні (публічні) та венчурні. У розвинених країнах публічні ІСІ відіграють важливу роль у залученні заощаджень населення у реальний сектор економіки. Опосередковане інвестування через публічні ІСІ має цілий ряд переваг для міноритарних інвесторів, якими виступають фізичні особи. Зокрема, професійне управління, економія часу, диверсифікація, ефект масштабу, ліквідність тощо. Активи публічних ІСІ у світі на кінець 2012 року досягли 22,17 трлн. євро, з яких 10,86 трлн. євро - активи інвестиційних фондів з США та 6,23 трлн. євро - з Європи⁸. У зазначених країнах публічні ІСІ є основним суб'єктом інвестування заощаджень домашніх господарств.

В Україні **невенчурні (публічні) ІСІ** все ще знаходяться у стані становлення, а загальна вартість їхніх активів на кінець 2012 року за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу склала лише 9,76 млрд. грн. (рис 2.). Водночас, слід відзначити їхнє динамічне зростання, навіть, під час кризи 2008 року, протягом якого активи на фондовому ринку, в які переважно вкладають кошти публічні ІСІ, подешевшали у 3-4 рази. Це свідчить про

⁷ Наприклад, Securities and Exchange Commission (SEC) у США.

⁸ International Statistical Report, Q4, 2012. European Fund and Asset Management Association <http://www.efama.org/statistics/SitePages/International%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>

наявність великого незадоволеного попиту від приватних інвесторів до більш ризикованого та прибуткового ніж банківські вклади інвестування. За умови розвитку вітчизняного фондового ринку публічні ІСІ можуть стати не менш значущим механізмом залучення заощаджень населення, ніж банківські депозити. Залучені за допомогою цього механізму кошти можуть надати відчутний поштовх для модернізації вітчизняної економіки.

Венчурний ІСІ (англ. venture - ризиковане підприємство, авантюра) у розвинених країнах створюється з метою фінансування надризованих та, потенційно, надприбуткових проектів. Наприклад, пов'язаних з розробкою та впровадженням інноваційних технологій. Венчурному фінансуванню зобов'язані своїм існуванням такі відомі ІТ-компанії, як Amazon.com, Google, E-bay, Sun Microsystems, Skype, Yahoo та ін.

За даними Національної асоціації венчурного капіталу у 2012 році в США венчурні фонди вклали 29,9 млрд. дол. США у 3770 проектів. Зауважимо, що зазначений обсяг венчурного фінансування складає менше 1% вартості активів публічних ІСІ у цій країні.

В Україні на кінець 2012 року частка венчурних ІСІ у загальній вартості активів ІСІ за даними УАІБ складає 94%, а їхній загальний обсяг сягнув 157,2 млрд. грн¹⁰. На жаль така велика частка активів венчурних ІСІ свідчить не про бум інноваційних проектів у нашій країні, а лише про недосконалість діючого податкового законодавства, яке створює умови для використання венчурних фондів у схемах оптимізації оподаткування¹¹. Адже такі фонди, зокрема, звільняються від сплати податку на прибуток та ПДВ до моменту завершення своєї роботи та виплати дивідендів.

Фактично для класичних венчурних інвесторів податкові пільги є малозначущим аргументом на користь інвестування коштів у певний інноваційний проект у порівнянні з ризиками пов'язаними із самим проектом. Відтак збереження існуючих пільг для венчурних фондів на нашу думку є доцільним лише за умови обмеження напрямків використання коштів фонду (проведення та комерціалізація наукових розробок, впровадження інноваційних технологій тощо).

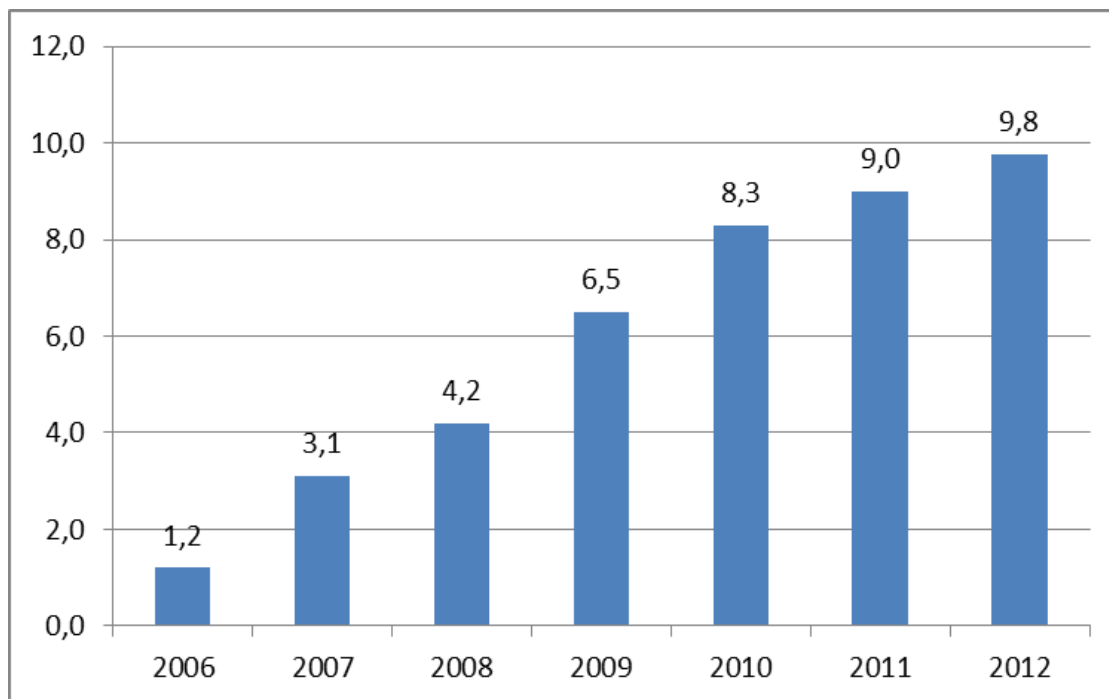


Рис. 2. Динаміка вартості чистих активів невенчурних ІСІ у 2006-2012 рр., млрд. грн.⁹

⁹ За даними кварталних звітів УАІБ, <http://www.uaib.com.ua>

¹⁰ УАІБ, Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 4 кварталі 2012 року http://www.uaib.com.ua/files/articles/1678/20/Q4%202012_final.pdf

Семенов І.П. Розвиток інноваційної діяльності у підприємствах України // Актуальні проблеми економіки - 2008. - № 3(81) - С. 102-108.

ВИСНОВКИ

Важливим аспектом фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності підприємств є ефективне використання інструментів залучення коштів, яке не тільки сприятиме вирішенню поточних проблем, пов'язаних з модернізацією економіки, а й є необхідною умовою для її подальшого сталого розвитку.

Оскільки можливості банківського кредитування реального сектору економіки істотно обмежені високою вартістю залучених ресурсів, вирішальне значення для фінансування нагальних потреб економіки набувають інструменти фондового ринку. Ефективність останніх при вирішенні зазначених завдань підтверджена досвідом розвинених країн.

Проведений аналіз свідчить про те, що український ринок цінних паперів протягом останніх років все ще знаходиться у стані становлення і, фактично, не спроможний фінансувати вітчизняну економіку в необхідних масштабах. Обсяги емісії цінних паперів порівняно невеликі, а позитивна динаміка їхнього зростання протягом останніх років відсутня. З одного боку така ситуація склалася через те що відновлення української економіки так і не відбулося, а з іншого, низька інвестиційна привабливість вітчизняних цінних паперів пояснюється істотними прихованими ризиками вітчизняних фінансових інструментів, які виявила криза 2008 року. Переважно ці ризики мають політичне походження та проявляються у недоліках механізмів захисту прав інвесторів та контролю за прозорістю діяльності емітентів. Зниження зазначених ризиків має стати головною метою державної політики на ринку цінних паперів. Першочерговим у цьому напрямку, на нашу думку, є:

- зростання ролі державних контролюючих органів, зокрема НБУ та НКЦПФР на ринку корпоративних облігацій. Регулятор має не тільки реєструвати випуски облігацій, а й ефективно контролювати виконання емітентами своїх зобов'язань за цими цінними паперами. Зокрема, мати можливість застосовувати санкції до недобросовісних емітентів;

- створення умов для використання вітчизняного фондового ринку як майданчика для IPO вітчизняних компаній. Для цього, в першу чергу, необхідно збільшити рівень зацікавленості

до інвестування на українському фондовому ринку серед вітчизняних інвесторів - підприємств та домогосподарств. Цьому сприятиме перехід до дворівневої системи пенсійного страхування, за якої частина пенсійних внесків інвестуватиметься у цінні папери, а також створення системи гарантування вкладів населення до інститутів спільного інвестування;

- здійснення Державним агентством з інвестицій заходів, спрямованих на створення позитивного іміджу інвестування у вітчизняні приватні проекти: рекламування та презентації здійснених та запланованих інвестиційних проектів на міжнародних інвестиційних конференціях, надання інформаційної підтримки та консультацій з питань інвестування широкому колу інвесторів;

- підсилення механізмів захисту прав інвесторів як в юридичній площині, так і в частині здійснення державного контролю за прозорістю формування та розподілу прибутку емітента. Останньому сприятиме прийняття закону про трансфертне ціноутворення та посилення контролю з боку Податкової служби, НКЦПФР та АМКУ за прозорістю формування та розподілу прибутків акціонерних товариств;

- обмеження використання цінних паперів у непрозорих фінансових схемах, зокрема, при мінімізації оподаткування. Так, збереження існуючих пільг для венчурних фондів на нашу думку є доцільним лише за умови обмеження напрямків використання коштів фонду (проведення та комерціалізація наукових розробок, впровадження інноваційних технологій тощо).

Підводячи підсумки можна стверджувати, що на сьогоднішній день використовується лише невелика частина значного потенціалу інструментів фондового ринку у фінансуванні реального сектору вітчизняної економіки. У статті окреслені головні, на нашу думку, напрямки усунення вад на шляху використання цього потенціалу. Подальше дослідження за темою має бути спрямоване на розробку відповідних нормативно-правових документів та їх інтегрування у вітчизняне законодавство.