

Рукопис опубліковано:

Захаркін О.О. Роль інновацій у забезпеченні конкурентоспроможності підприємств на фондовому ринку / Захаркін О. О. // ЕКОНОМІКА: реалії часу. – 2015. –№ 1 (17). – С. 163-172. *(електронний фаховий журнал)*

РОЛЬ ІННОВАЦІЙ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

РОЛЬ ИННОВАЦИЙ В ОБЕСПЕЧЕНИИ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

THE ROLE OF INNOVATIONS IN THE SECURING OF ENTERPRISE COMPETITIVENESS IN THE STOCK MARKET

О.О. Захаркін, канд. екон. наук, доцент
Сумський державний університет, м. Суми, Україна

Анотація: в статті розглянуто фінансові (кількісні) та нефінансові (якісні) фактори, що впливають на конкурентну позицію підприємства на ринку цінних паперів та досліджено роль та місце інновацій у формуванні такої позиції. Проаналізовано підходи зарубіжних дослідників до визначення ролі інновацій у формуванні вартісних показників підприємств. Розглянуто вплив факторів інституційного та нормативно-правового характеру на ризики інвестування в цінні папери інноваційних підприємств. Ключові слова: інновації, вартість підприємства, фондовий ринок, ризики

Аннотация: в статье рассмотрены финансовые (количественные) и нефинансовые (качественные) факторы, влияющие на конкурентную позицию предприятия на рынке ценных бумаг и исследована роль и место инноваций в формировании такой позиции. Проанализированы подходы зарубежных исследователей к определению роли инноваций в формировании стоимостных показателей предприятий. Рассмотрено влияние факторов институционального и нормативно-правового характера на риски инвестирования в ценные бумаги инновационных предприятий. Ключевые слова: инновации, стоимость предприятия, фондовый рынок, риски

Annotation: in this article financial (quantitative) and non-financial (qualitative) factors that influence the compatible position of the enterprise at the securities market are examined and the role and the place of innovations in the formation of this position is discovered. The approaches of the foreign researches to the estimation of the role of innovations in the formation of enterprise price markers. The influence of factors of institutional and regulation and standard character on the risks of investment in securities of innovational enterprises are examined.

Keywords: innovations, price of enterprise, stock market, risks

Постановка проблеми

Проведення підприємством інноваційної діяльності багатьма дослідниками розглядається як чинник формування його конкурентних переваг як на товарному ринку, так і на ринку капіталу. Дійсно, для багатьох інвесторів інноваційна активність підприємства є сигналом до того, що воно може бути більш успішним і прибутковим, порівняно з конкурентами, а отже, і кращим напрямком вкладення коштів.

Інновації можуть розглядатися як вагомий фактор зростання вартості (цінності) підприємства для всіх груп стейкхолдерів – працівників, власників, споживачів, суспільства загалом. Для кожної із зазначених груп стейкхолдерів оцінка додаткової вартості проводиться за різними критеріями і показниками.

Сучасна економічна теорія розглядає у якості основних стейкхолдерів підприємства, зацікавлених у нарощенні його вартості, власників або акціонерів. Для них приріст вартості внаслідок інноваційної діяльності підприємства повинен знаходити своє відображення у підвищенні показників прибутковості акцій, дивідендного виходу та зростанні курсової вартості акцій компанії.

Проте, як засвідчує практика, інноваційна діяльність підприємства не завжди співвідноситься із приростом вартості його акцій. Це пов'язано, передусім, із тим, що окрім інновацій на формування курсової вартості акцій компанії впливає значна кількість інших фінансових і нефінансових факторів. Крім того, фондові ринки різних країн відрізняються рівнем розвитку, особливостями їх функціонування, а також характеризуються різною реакцією інвесторів на фактор інноваційної активності підприємства.

Таким чином, здійснення підприємством інноваційної діяльності не завжди означає укріплення його конкурентної позиції на фондовому ринку. Тому в рамках розгляду вартісно-орієнтованого підходу до управління інноваційною діяльністю підприємства, необхідно дослідити, наскільки інноваційна активність є «цінною» в очах акціонерів підприємства, чи забезпечує вона зростання курсової вартості та попиту на цінні папери компанії, а також від чого залежить ступінь та характер впливу інновацій на вартість акцій підприємства.

Аналіз останніх досліджень та публікацій та невирішених раніше частин проблеми

Від того, яку позицію компанія займає на фондовому ринку, залежить оцінка її вартості та стратегічні можливості розвитку. Серед науковців, які присвятили свої праці вирішенню цього питання можна виділити закордонних вчених, таких як Боумен Д. (Bowman D.), Гатінон Г. (Gatignon H.), Кім М. (Kim M.), Котарі С. (Kothari S.), Лагуєре Т. (Laguerre T.), Лаконішок Дж. (Lakonishok J.), Лантц Ж.-С. (Lantz J.-S.), Леоне А. (Leone A.), МакАлістер Л. (McAlister L.), Оріані Р. (Oriani R.), Сахут Ж.-М. (Sahut J.-M.), Суджаніс Т. (Sougiannis T.), Хол Б. Г. (Hall B. H.), Чан Л.К.С. (Chan L.K.C.), Шрінівасан Р. (Srinivasan R.), Янг Ч. (Yang C.) та інших. Більша увага до зазначеної проблематики в розвинених країнах пояснюється як вищим рівнем розвитку фондових ринків та можливістю реального їх впливу на ринкову капіталізацію підприємств, так і активнішим впровадженням інноваційних проектів в цих країнах.

Разом з тим, на сьогоднішній день питання щодо того, які фактори та характеристики визначають формування ставлення до компанії інституційних інвесторів та фінансових аналітиків на фондовому ринку, не є цілком дослідженим. Отже, в рамках розгляду взаємозв'язку між інноваціями та конкурентною позицією підприємства на фондовому ринку більш глибокого дослідження потребує характер відображення інноваційної діяльності у показниках доходності та ризикованості відповідних фінансових активів.

Формулювання цілей статті

Цілями статті є дослідження факторів, які виникають в результаті інноваційних перетворень на підприємстві та впливають на його позицію на ринку цінних паперів, визначення особливостей впливу інновацій на показники доходності і ризику фінансових активів залежно від макроекономічних умов та рівня інноваційності країни.

Основний матеріал

В сучасній теорії інвестування основоположним критерієм, за яким інвестори приймають рішення про вкладення коштів у конкретні види фінансових активів, вважається співвідношення ризику і доходності, а також порівняння очікуваної доходності і рівня ризику із аналогічними характеристиками інших напрямів інвестування. Окрім зазначених основних показників, до чинників вибору портфеля (розподілу коштів між альтернативними видами цінних паперів) науковці також відносять:

- загальний обсяг фінансових ресурсів, що інвестується;
- ліквідність активу, порівняно з іншими активами;
- вартість отримання інформації про актив [1].

Зважаючи на неможливість отримання повного доступу до інформації про особливості та характер діяльності підприємства, основним інформаційним джерелом для оцінки ризику вкладень та прогнозування доходності цінних паперів, а також порівняння між собою альтернативних напрямів інвестування, є публічна фінансова звітність підприємства, та розрахунок на її основі сукупності фінансових показників. Проте, як показує практика, фінансові результати компанії і її позиція на фондовому ринку не завжди корелюють між собою. Незважаючи на домінуюче значення при виборі об'єктів інвестування співвідношення доходності і ризику, розрахованих на основі аналізу фінансових показників підприємства, суттєвим може бути і вплив нефінансових факторів, які можуть згладжувати або, навпаки, посилювати дію основних чинників.

Учасники фондового ринку звертають увагу на якісні (не фінансові) показники для того, щоб знизити ризики, пов'язані з невизначеністю майбутніх ринкових змін та конкурентної позиції компанії; оцінити її потенціал, наявні ресурси, можливості та сформулювати більш точні прогнози щодо результативності її діяльності.

Окрім того, нефінансові фактори формують імідж компанії на фондовому ринку, визначаючи загальне ставлення до її надійності, стабільності, платоспроможності. Хороша репутація підприємства серед інвесторів може позитивно відбитися на ціні його акцій, навіть при відсутності його переваг перед конкурентами за фінансовими показниками діяльності.

Нефінансові фактори оцінки позиції компанії на фондовому ринку можуть бути узагальнені в наступні 7 груп: стратегія підприємства; стан корпоративного управління; якість менеджменту; корпоративна культура; розвиток комунікацій та обміну інформацією; відносини зі споживачами та позиція в галузі; зв'язки з громадськістю [2].

Оцінюючи стратегію підприємства, інвестори можуть визначити, які цілі і завдання ставить перед собою компанія і, відповідно, які перспективи її подальшого розвитку та приросту вартості можна очікувати в майбутньому.

Одним із важливих компонентів цієї стратегії в рамках вартісно-орієнтованого управління, є встановлення майбутніх орієнтирів приросту акціонерної вартості. Крім того, в даному блоці факторів можуть враховуватися такі складові, як якість стратегії, її послідовність та узгодженість з інтересами стейкхолдерів.

В рамках оцінки якості стратегії розглядається також спрямованість підприємства на інновації та технологічне оновлення, підвищення ефективності витрат, розвиток та зміцнення бренду, як критеріїв

довгострокового розвитку та ефективності діяльності компанії, а також гнучкість стратегії, її відповідність потребам ринку, диференційованість підходу.

Однією з найважливіших груп факторів, що впливають на прийняття інвестиційних рішень, особливо на міжнародних ринках, є якість розкриття інформації та корпоративні комунікації. Як свідчать результати досліджень, політика підприємства в даній сфері суттєво позначається на його репутації серед учасників фондового ринку, оскільки визначає можливість формування реалістичних оцінок та прогнозів розвитку та результативності компанії у майбутньому.

Надання повної і всеосяжної інформації на постійній основі та в зручній для користувачів формі дозволяє знизити ризики, пов'язані з невизначеністю щодо діяльності підприємства, а також скоротити витрати на отримання додаткової інформації, роблячи його більш привабливим об'єктом інвестування. Інший важливий аспект в даному блоці факторів, за думкою зарубіжних дослідників та аналітиків фондового ринку, стосується відкритості і доступності працівників інформаційних відділів підприємства, їх ініціативності в обміні інформацією, компетенції та досвіду роботи [2].

Досить вагома роль відводиться факторам, пов'язаним із менеджментом компанії, зокрема здатністю керівництва досягати поставлених цілей та забезпечувати відповідність фактичних показників діяльності підприємства плановим, що створює основу надійності отримання очікуваної доходності за акціями. Інший аспект в досліджуваній групі факторів стосується особистих якостей топ-менеджерів компанії, а саме їх лідерських якостей, підприємницьких здібностей, комунікативності та готовності обговорювати результати роботи, професійних досягнень і досвіду роботи, у тому числі на конкретному підприємстві.

Оскільки динаміка розвитку компанії і її позиція на фондовому ринку є відображенням успіху на товарних ринках, тому окремої уваги заслуговують фактори, що характеризують відносини підприємства зі споживачами та його позицію в галузі. Особливо значимими з точки зору інвесторів є задоволення підприємством потреб споживачів та рівень їх обслуговування, здатність забезпечувати стійкість своєї позиції на ринку та міцність бренду, а також репутація підприємства серед інших виробників галузі, в суспільстві в цілому, оцінка його діяльності в ЗМІ.

Сучасною тенденцією в закордонній практиці є відведення особливої уваги оцінці стану корпоративного управління та корпоративної культури на підприємстві. Перша складова визначає взаємовідносини між стейкхолдерами та топ-менеджерами компанії у розрізі прозорості кадрової політики щодо призначення останніх, системи їх оплати праці та її залежності від фінансових результатів підприємства, можливості та умов отримання винагороди у вигляді акцій, а також характеризує структуру акціонерної власності як критерію здатності аутсайдерів впливати на важливі для підприємства рішення.

Серед показників корпоративної культури, за якими проводиться оцінка ефективності роботи підприємства і його конкурентоспроможності на фондовому ринку, варто відзначити рівень плинності кадрів та задоволеності працівників, підбір працівників та характер трудових відносин і розвиток комунікацій між ними.

Впливовим фактором оцінки конкурентної позиції підприємства на фондовому ринку може бути характер наявності його зв'язків з громадськістю – представниками органів державної і місцевої влади, громадськими організаціями. В рамках даного напрямку варто звернути увагу, з одного боку, на залежність діяльності підприємства від регуляторних норм, наявність законодавчих обмежень та формальних правил ведення бізнесу, з іншого боку – на можливість лобювання інтересів підприємства, а також його спрямованість на уникнення негативних соціальних та екологічних наслідків виробничої діяльності. Таким чином, відповідно до розглянутого підходу інновації вважаються складовою одного із основних нефінансових факторів оцінки позиції підприємства на фондовому ринку, а саме – якості його стратегії.

Слід відзначити, що дослідження, проведене Німецькою асоціацією по зв'язках з інвесторами (DIRK e.V.) шляхом опитування понад 200 професійних учасників фондового ринку виявило, що фактор встановлення довгострокових орієнтирів розвитку відіграє ключову роль при оцінці інвесторами якісних показників функціонування підприємства. При цьому критерію інноваційної діяльності та технологічного оновлення було надане 29 місце із 47 розглянутих показників.

На основі узагальнення розглянутих підходів до ідентифікації фінансових та нефінансових факторів впливу на конкурентну позицію підприємства на фондовому ринку та формування вартості його акціонерного капіталу, проведена систематизація найбільш вагомих чинників впливу, яка в загальному вигляді представлена на рис. 1.

Відповідно до запропонованої класифікації, інновації виступають одним із показників стратегічного розвитку підприємства. Водночас слід відмітити, що незважаючи на важливість інновацій у сприянні довгостроковому зростанню підприємства і адаптації його до потреб ринку, даний фактор не завжди визнається значимим при оцінці інвестиційної привабливості підприємства, а іноді навіть сприймається негативно.

Інвестори по-різному оцінюють роль інновацій, зважаючи на особливості середовища функціонування підприємства, сферу його діяльності, власні культурно-ціннісні установки тощо. З науково-теоретичної точки зору, відмінності у сприйнятті інновацій інвесторами, як власниками цінних

паперів підприємства, можна пояснити суперечливістю впливу інновацій на ключові показники – доходність акцій та ступінь ризику.

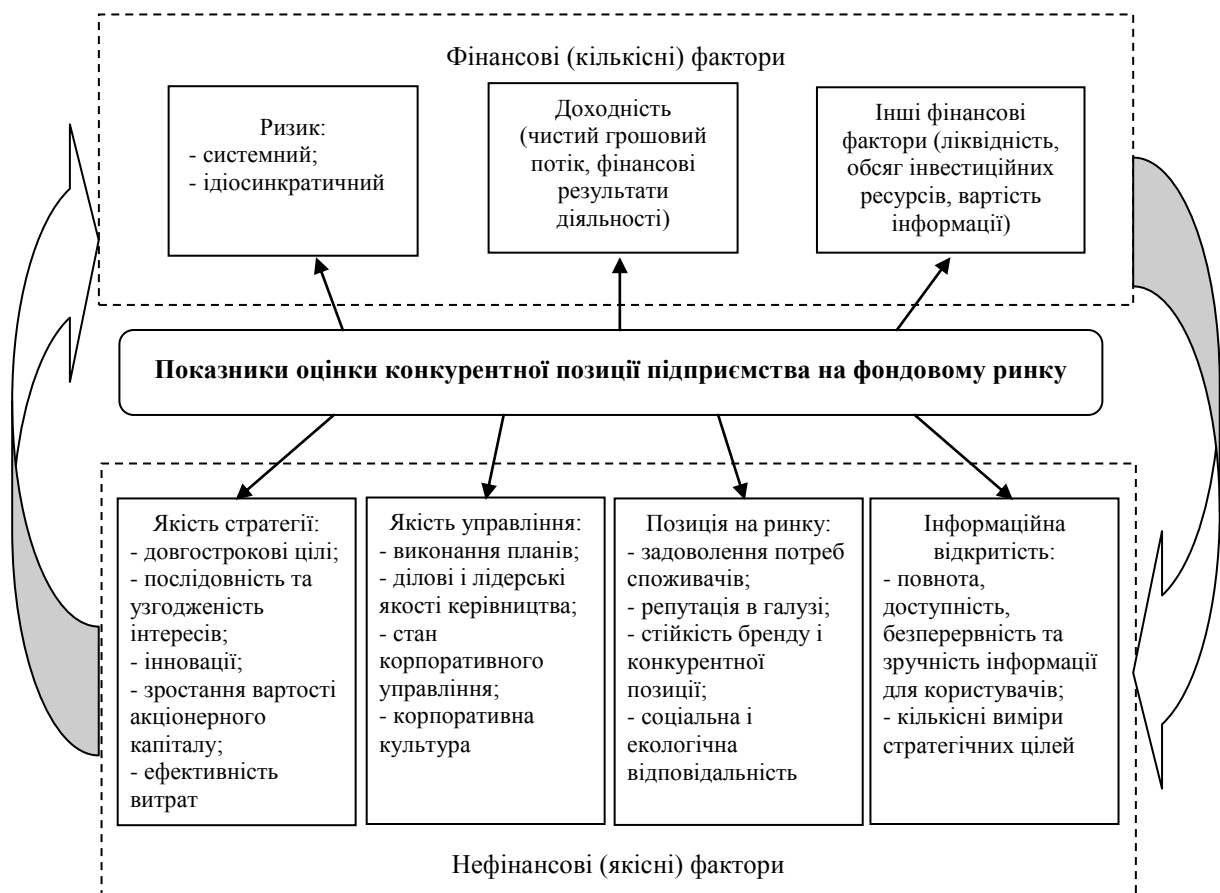


Рисунок 1 – Система фінансових та нефінансових показників формування конкурентної позиції підприємства на фондовому ринку

Очікуваним результатом інноваційної діяльності є випуск нових товарів, реєстрація патентів, удосконалення технологічних процесів, що у підсумку підвищує споживчу вартість товарів та позитивно позначається на фінансових результатах діяльності компанії. Освоєння розроблених нових технологій і імітація нових видів продукції конкурентами потребує тривалого часу, що дозволяє компанії певний період отримувати вищі доходи. Виходячи з цього, інвестори можуть очікувати зростання дивідендного виходу за цінними паперами інноваційного підприємства, що дозволяє розглядати витрати на дослідження і розробки у якості різновиду інвестиційних вкладень, що здатні забезпечити підвищення курсової вартості відповідних цінних паперів.

Зазначений взаємозв'язок між інноваційними витратами та зростанням прибутковості цінних паперів підприємства можна прослідкувати і на основі аналізу фактичних показників. Розглянемо динаміку показників дивідендного виходу та прибутку на акцію найбільш інноваційно-активних підприємств в галузі хімічної та машинобудівної промисловості (табл. 1). Вибір підприємств здійснений із переліку Топ 100 найінноваційніших компаній світу у 2014 році в рейтингу Thomson Reuters [3] за ознаками галузевої приналежності і країни реєстрації компанії з метою забезпечення співставності даних.

Як свідчать дані таблиці 1, для усіх розглянутих підприємств справедливим є твердження про забезпечення щорічного зростання дивідендного виходу на 1 акцію протягом періоду 2009-2014 рр. Позитивна динаміка характерна і для показника прибутку на акцію, який для компаній «3М» та «Lockheed Martin» демонструє постійну тенденцію до зростання у 2009-2013 роках, загалом позитивною є динаміка цього показника і для компанії «Emerson», за винятком його значення у 2012 році.

У той же час, порівнюючи зміни курсової вартості акцій розглянутих компаній протягом періоду 2009-2014 рр. та зіставляючи її із загальною динамікою фондових індексів (зокрема, S&P500), можна відзначити відсутність прямого взаємозв'язку між даними показниками, незважаючи на наявність загальної тенденції до зростання курсової вартості цінних паперів аналізованих підприємств.

Можлива й інша ситуація, коли здійснення інноваційної діяльності підприємством не обов'язково забезпечує акціонерам вищу доходність за акціями залежно від типу та цілей його дивідендної політики. Наприклад, отриманий додатковий прибуток компанія може спрямовувати не на виплату дивідендів, а на

подальший розвиток – фінансування дослідницької роботи, інновацій тощо. У даному випадку основною перевагою вкладень в інноваційні компанії для інвесторів є не очікуваний дохід, а довгостроковий розвиток підприємства, зміцнення його позицій на ринку, відповідність його діяльності потребам споживачів.

Таблиця 1 – Показники дивідендного виходу та прибутку на акцію найбільших компаній-інноваторів хімічної і машинобудівної промисловості США за період 2009-2014 рр. [4]

Період	Дохід, млн. доларів	Прибуток на акцію	Дивіденди
3М (хімічна промисловість)			
2009	23123	4,52	2,055
2010	26662	5,63	2,125
2011	29611	5,96	2,240
2012	29904	6,32	2,405
2013	30871	6,72	2,760
3 кв. 2014	24102	5,67	2,565
Emerson (виробниче устаткування)			
2009	20102	2,27	1,325
2010	21039	2,84	1,350
2011	24222	3,27	1,435
2012	24412	2,67	1,610
2013	24669	2,76	1,660
2014	24537	3,03	1,760
Lockheed Martin (засоби транспортування)			
2009	43867	7,64	2,34
2010	45671	7,81	2,64
2011	46499	7,81	3,25
2012	47182	8,36	4,15
2013	45358	9,13	4,78
3 кв. 2014	33070	8,39	3,99

Другим ключовим показником з точки зору портфельної теорії є рівень ризикованості вкладень у визначені цінні папери. Сама по собі інноваційна діяльність завжди є ризиковою. Більш того, як правило, характеризується вищим ступенем ризику внаслідок появи додаткових факторів невизначеності.

Для інвестора природа ризику інноваційних підприємств пов'язана із впливом наступних чинників:

- відсутність гарантії, що результатом заявлених підприємством витрат на розробки, дослідження та інновації, стане реальне створення нових видів товарів чи впровадження технологій;
- створені інноваційні продукти можуть бути несприйняті ринком, частка успішних інноваційних проектів є низькою;

- існує асиметричність інформації між інвесторами та менеджментом компанії щодо тих досліджень і розробок, що фактично проводяться: хоча деяка інформація про інноваційну діяльність розкривається у фінансовій звітності підприємства, вона не є достатньою для реальної оцінки цінності та важливості впроваджуваних інноваційних проектів та нових продуктів. Крім того, обмеження на розкриття інформації про інноваційну діяльність пов'язані із небажанням робити її доступною для конкурентів;

- компанії, що мають на балансі значну частку специфічних активів, таких як інноваційні вкладення, інвестиції у дослідження і розробки, у випадку їх банкрутства та ліквідації мають дуже низьку ліквідаційну вартість, що не гарантує інвесторам повернення вкладених коштів. Вартість, за якою «інноваційні» активи оцінюються на вторинному ринку, як правило, є нижчою від тієї вартості, якою наділяє їх підприємство;

- нематеріальний характер більшості інноваційних активів (патенти, ноу-хау) робить їх оцінку досить складною для інвесторів. У свою чергу, недостатність поінформованості інвесторів та їх розуміння теперішньої і майбутньої вартості активів, призводить до зростання ризику вкладень.

До збільшення ризику рівня призводить і той факт, що інвестори мають обмежений контроль над тим, за якими напрямками менеджери підприємства використовуватимуть інвестовані кошти.

Оцінюючи ризиковість вкладень у цінні папери інноваційно-активних підприємств, інвестори мають враховувати дію чинників, пов'язаних з діяльністю самого підприємства (специфічні або ідіосинкратичні ризики) та ризики, виникнення яких зумовлюється зовнішніми впливами (системні ризики).

Системні ризики визначають залежність динаміки курсової вартості цінних паперів від загальноекономічної ситуації, волатильності фондового ринку загалом. Чим меншим є вплив на доходність цінних паперів підприємства флуктуацій ринку, тим нижчим є системний ризик. Ідіосинкратичні або специфічні ризики узагальнюють зміни в доходності цінних паперів, пов'язані з внутрішньо фірмовими чинниками. Компанії, що мають вищі системні ризики, часто характеризуються і вищими рівнями невизначеності всередині компанії, більшим ідіосинкратичним ризиком.

У випадку, коли загальний рівень ризику перевищує потенційні вигоди, інвестори приймають рішення про відхилення вкладень за даними напрямками.

Загалом підходи зарубіжних дослідників до характеристики ролі інновацій у створенні додаткової вартості для інвесторів можна розподілити за трьома основними напрямками. Перша група науковців вважає, що інновації здійснюють позитивний вплив на курсову ціну акцій підприємства. Так, в роботах Баумена Д. (Bowman D.), Гатінона Г. (Gatignon H.) [5], а також Хола Б. Г. (Hall B. H.) і Оріані Р. (Oriani R.) [6], зростання доходності акцій пояснюється тим, що впровадження продуктивних та технологічних інновацій потребує певного часу для їх дублювання конкурентами, протягом якого інноваційно активні підприємства можуть отримувати більші прибутки.

Інший аспект позитивної ролі інновацій, як відзначають МакАлістер Л. (McAlister L.), Шрінівасан Р. (Srinivasan R.) та Кім М. (Kim M.) [7], полягає у сприянні зниженню схильності підприємства до системного ризику внаслідок забезпечення більш гнучкого реагування на зміни ринкового попиту та економічної ситуації в цілому.

Протилежної позиції дотримуються дослідники Лантц Ж.-С. (Lantz J.-S.) та Сахут Ж.-М. (Sahut J.-M.) [8], вважаючи що інноваційна діяльність посилює невизначеність діяльності підприємства, підвищуючи несистемні ризики та збільшуючи його уразливість до негативного впливу системних ризиків.

Відмінні оцінки науковців стосуються і взаємозв'язку інновацій та доходності акцій. Наприклад, Чан Л.К.С. (Chan L.K.C.), Лаконішок Дж. (Lakonishok J.) та Суджаніс Т. (Sougiannis T.) [9] встановили, що в довгостроковій перспективі доходи, отримані за акціями інноваційних компаній, вирівнюються із показниками доходності акцій підприємств, що не впроваджують інновацій.

Інша група вчених – Котарі С. (Kothari S.), Лагуєре Т. (Lagguere T.) та Леоне А. (Leone A.) [10] – дотримуються думки, що інновації характеризуються високим ступенем ризику, частка неуспішних інноваційних проектів є дуже високою і не змінюється з часом, а тому ризики, пов'язані з цією діяльністю, значно переважають можливі вигоди, зменшуючи зацікавленість інвесторів у відповідних вкладеннях. Виходячи з цього, дослідники роблять висновок про наявність зворотного зв'язку між доходністю акцій компанії і обсягом її інноваційних витрат. Водночас, інновації здатні підвищити ідіосинкратичний ризик, пов'язаний з діяльністю конкретного підприємства, оскільки знижується прогнозованість його майбутніх грошових надходжень.

Аналізуючи результати досліджень науковців щодо виявлення взаємозв'язку між інноваціями та показниками очікуваної доходності і ризикованості вкладень у цінні папери, можна відмітити наявність досить суперечливих результатів. Таким чином, реальний характер впливу інновацій на зазначені показники не є єдино можливим, а може бути оцінений лише через призму конкретних умов функціонування підприємства, а також чинників макроекономічного, правового, галузевого характеру тощо. Так, дослідники звертають увагу на те, що реакція учасників фондового ринку на інноваційну діяльність суб'єктів підприємництва суттєво відрізняється у різних країнах [11].

Перш за все, відмінності в результатах діяльності інноваційних компаній різних країн можуть стосуватися дії макроекономічних зовнішніх чинників, пов'язаних із загальним економічним розвитком країни, станом фондового ринку та поточною економічною ситуацією. Наприклад, ознаки нестабільності або появи кризових явищ в економіці, неможливість довгострокового планування створює високий ризик інвестування в даній країні. Обернена ситуація – відносна стабільність основних макроекономічних показників (темів інфляції, валютного курсу) поряд із застосуванням економічних пільг для інноваційних підприємств може суттєво підвищити зацікавленість інвесторів.

Дослідження показують, що в економічно розвинених країнах динаміка зміни курсу цінних паперів підприємств менше залежить від волатильності фондового ринку. Тоді як в країнах, що розвиваються, і мають слабкий фондовий ринок, зміни курсової вартості цінних паперів суб'єктів господарювання загалом повторюють динаміку ринку в цілому. Таким чином, в економічно розвинених країнах системний ризик по цінним паперам є нижчим.

Висока залежність від флуктуацій на фондовому ринку в країнах, що розвиваються, пов'язана також із низьким рівнем розкриття інформації про специфіку і напрямки діяльності підприємства та досить високою вартістю проведення додаткових досліджень і збору інформації. Внаслідок цього, інвестори орієнтуються переважно на загальні тенденції на фондовому ринку, ніж на специфічні для підприємства фактори.

Окрім розглянутих характеристик, відмінності в оцінці ризику і доходності цінних паперів інноваційних підприємств в різних країнах можуть визначатися ступенем державної підтримки інноваційного розвитку, сприянням проведенню наукових досліджень, інноваційним розробкам. З цієї точки зору ряд зарубіжних та вітчизняних дослідників виділяють поняття «інноваційності економіки»

або «інноваційної спроможності економіки» - здатності держави за допомогою економічних, правових та інших важелів забезпечити сталий процес створення та виробничого впровадження інновацій, що користуються комерційним успіхом [12 - 15].

При цьому, науковці акцентують увагу на тому, що інноваційна спроможність країни не обмежується лише здатністю проводити фундаментальні дослідження та генерувати наукові розробки, але й обов'язково передбачає їх практичне впровадження – застосування новітніх технологій та виробництво інноваційної продукції.

Фактор рівня інноваційності в державі узагальнює вплив таких детермінант, як: частка науковців та дослідників у загальній кількості населення; загальна інноваційна політика та бізнес клімат в країні; наявність розвинених кластерних (інноваційно-виробничих) мереж; якість комунікаційних взаємозв'язків між учасниками інноваційного процесу; діяльність та стратегія компаній [15].

В країнах з високою інноваційною спроможністю створюються більш сприятливі умови для реалізації інноваційних проектів. Така позиція з боку держави, разом із тим, сприяє розвитку «інноваційності» споживачів – їх відкритості до нових ідей, здатності сприймати та бажанні купувати інноваційні товари. Ставлення споживачів до інновацій загалом, а також до конкретних груп нових товарів, також може суттєво вплинути на успіх інноваційної діяльності [16].

Для інвесторів ступінь ризиковості вкладень в інноваційних країнах є нижчим, оскільки інноваційні проекти мають вищу ймовірність успішної реалізації, порівняно з аналогічними проектами у країнах із меншим рівнем інноваційності. Виходячи із зазначених міркувань, виплати за цінними паперами інноваційно-активних компаній в країнах з вищою інноваційною спроможністю, є більш гарантованими, тому і дохідність за ними оцінюється значно вище. Що ж стосується системного ризику за цінними паперами, то проведення підприємством інноваційної діяльності в країнах з вищим рівнем інноваційного розвитку здатне більш ефективно ізолювати його від впливу ринкових коливань. Розглянуті закономірності взаємозв'язку доходності і ступеня ризиковості цінних паперів інноваційних підприємств із показниками загальнооекономічного та інноваційного розвитку країни узагальнено на рис. 2.

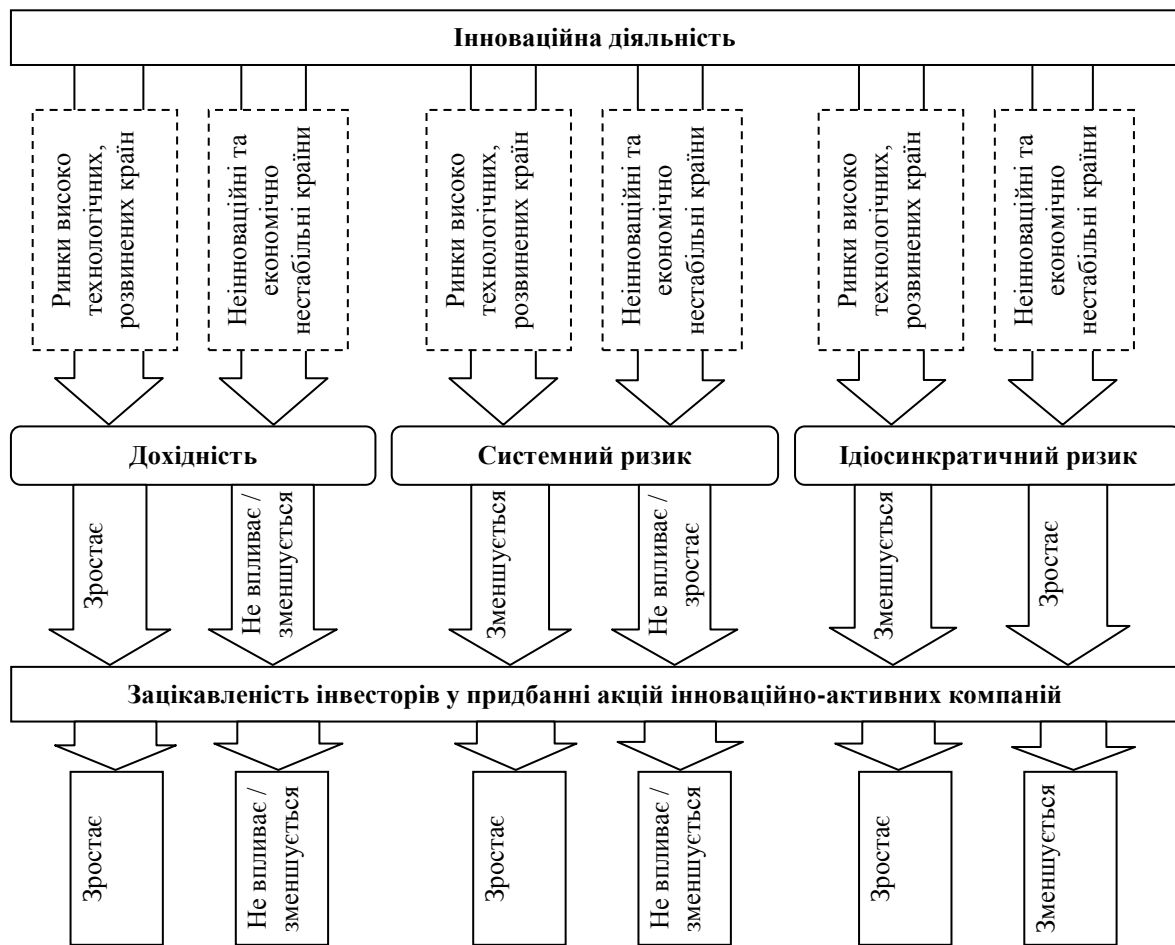


Рисунок 2 - Особливості впливу інновацій на показники доходності і ризику фінансових активів залежно від макроекономічних умов та рівня інноваційності країни

Наступною групою факторів, що можуть мати вплив на оцінку доходності та ризиковості цінних паперів інноваційних підприємств певної країни, є чинники інституційного та нормативно-правового характеру, зокрема ступінь законодавчого захисту інвесторів, вимоги до розкриття інформації, захист інтелектуальної власності.

Фактор захисту інвесторів відноситься як до наявності та розвиненості законодавчої бази, якою регулюються операції з цінними паперами та умови отримання доходів за ними, у тому числі нерезидентами, так і до ступеня її дотримання, виконання принципу верховенства права в країні.

Даний чинник впливає загалом на бажання інвесторів вкладати кошти в економіку країни та цінні папери відповідних суб'єктів господарювання, тому що визначає гарантії отримувати дохід у вигляді відсотків чи дивідендів та можливість швидко врегулювати спори у судовому порядку. Коли сформоване інституційне середовище може забезпечити інвесторів від ризику втрати своїх доходів, то вони з більшою готовністю вкладатимуть кошти в об'єкти з вищим ступенем ризикованості, такі як інноваційні проекти та витрати на дослідження і розробки. Вони згодні робити більш ризикові вкладення, оскільки існуюча правова система та система державного регулювання і нагляду зменшує потребу у моніторингу діяльності інноваційних підприємств.

Слабкість законодавчої бази та недостатній рівень захисту інтересів інвесторів, навпаки, зменшують зацікавленість у здійсненні інвестицій, особливо у більш ризикові проекти. Окрім того, вони негативно позначаються і на інших чинниках, що визначають умови провадження інноваційної діяльності.

В країнах, де рівень захисту інвесторів нижчий, існує вищий ризик маніпулювання економічною інформацією, її фальсифікації чи викривлення з боку керівників підприємства. Менеджери вищої ланки управління у країнах з нижчим ступенем захисту інвесторів більше схильні до опортуністичної поведінки та розкриття інформації про доходи компанії у власних цілях. Внаслідок цього, в таких країнах формується слабкий захист інформації про інноваційні проекти, що реалізуються відповідними підприємствами, що знижує їх цінність та підвищує ризик появи конкурентів.

Ще одним аспектом відмінностей між країнами з різним ступенем захищеності інвесторів є якість корпоративного управління – в країнах з вищим захистом інвесторів цей показник теж є кращим. Це пов'язано із тим, що налагоджена система корпоративного управління сприяє спонуканню топ-менеджерів до розкриття більш повної інформації про діяльність компанії, скорочуючи ризик асиметричності інформації та збільшуючи обізнаність інвесторів про інноваційну діяльність компанії, а також надаючи їм змогу краще контролювати та оцінювати ефективність функціонування та управління підприємством.

Інший аспект впливу факторів інституційного та нормативно-правового характеру на ризики інвестування в цінні папери інноваційних підприємств пов'язаний із захистом інтелектуальної та в цілому приватної власності. Якщо країна характеризується вищим ризиком конфіскації державою майна, складністю або неможливістю патентування винаходів, недотриманням принципів верховенства права (правовими порушеннями, недотриманням законодавства) та недостатньою захищеністю інтелектуальної власності, то і ступінь ризиковості відповідних цінних паперів буде значно вищим.

Узагальнюючи зазначене, можна відмітити, що здійснення компанією інноваційної діяльності здатне скоротити її залежність від системного ризику, проте цей вплив спостерігається лише в економічно розвинених країнах з сильним інституційним середовищем та нормативно-правовим забезпеченням. В протилежному випадку – провадження інноваційної діяльності супроводжується виникненням додаткових ризиків.

Окрім названих об'єктивних чинників, на бажання інвесторів вкладати кошти в цінні папери інноваційних компаній можуть вплинути і суб'єктивні фактори, пов'язані з ціннісними установками самих інвесторів, їх схильністю до ризику, соціокультурними особливостями, релігійними та етичними переконаннями. Так, численні дослідження засвідчують наявність відмінностей у ставленні до інновацій в різних країнах залежно від домінуючої релігії. Це проявляється як у рівні консерватизму, схильності до інновацій та відношення до створення нових товарів; у ставленні до ризику та готовності реалізовувати більш ризикові проекти [17]; так і навіть в особливостях здійснення корпоративного управління компаніями; а також у ступені правового захисту інвесторів на законодавчому рівні [18].

Таким чином, розглядаючи відмінності у ставленні до інновацій інвесторів у різних країнах, можна виділити чотири групи факторів, які узагальнюють правові, зовнішньоекономічні (стосуються економіки в цілому), внутрішні економічні (стосовно конкретного підприємства) та соціокультурні особливості середовища функціонування інноваційних підприємств (рис. 3).

Для моделювання залежності конкурентної позиції компанії на фондовому ринку від здійснення нею інноваційної діяльності, потрібно перш за все, виділити ті мотиви, які спонукають інвесторів вкладати кошти саме в інноваційно-активні підприємства та чинники, які, навпаки, створюватимуть додаткові перепони для інвестування в такі підприємства.

Розглянемо дві протилежні ситуації, коли різний прояв одних і тих же факторів може позитивно або, навпаки, негативно впливати на інвестиційну привабливість цінних паперів інноваційних підприємств. Зокрема, проаналізуємо аспекти, що стосуються діяльності підприємства на товарному ринку, особливості його дивідендної політики, а також такі неконтрольовані підприємством фактори

економічного та нормативно-правового характеру, як рівень захисту прав інвесторів, розвиток інфраструктури фондового ринку в країні та макроекономічні показники. Узагальнено результати даного дослідження представимо у таблиці 2.

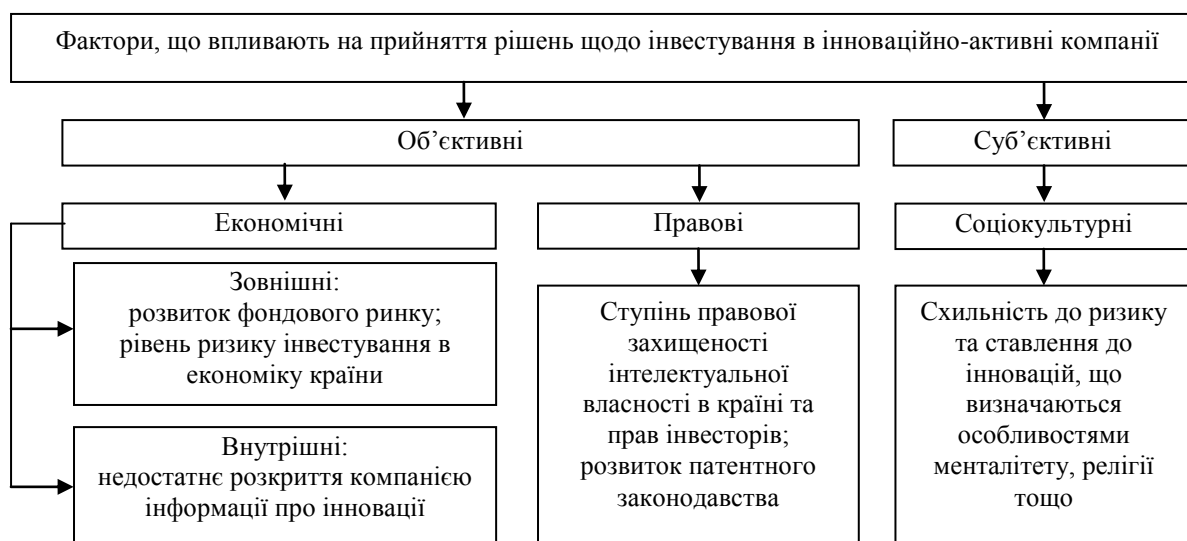


Рисунок 3 – Систематизація факторів впливу на прийняття інвестиційних рішень щодо інноваційних підприємств

Таблиця 2 – Неоднозначність впливу інновацій на приріст вартості бізнесу залежно від різних ризиків

Позитивний вплив	Негативний або відсутній вплив
Невизначеність реакції ринку на нововведення, рівень «інноваційності» споживачів	
Нові або удосконалені товари користуються попитом серед споживачів, зростання прибутку	Нові товари не сприйняті ринком, попит низький або відсутній, зростання збитків і падіння ціни акцій
Рівень захисту інтелектуальної власності, дієвість патентного законодавства	
Використання ноу-хау, винаходів та інноваційних товарів для випередження конкурентів, збільшення частки ринку, отримання додаткового прибутку за рахунок відсутності конкуренції	Швидке копіювання конкурентами нових товарів, неможливість окупити витрати на дослідження і розробки, інноваційну діяльність
Рівень захисту прав інвесторів, розвиток інфраструктури фондового ринку	
Достатня поінформованість інвесторів про напрями інноваційної діяльності підприємства, спрямування значного обсягу інвестицій в інноваційну діяльність, ріст попиту на акції інноваційних компаній	Асиметричність інформації на фондовому ринку, відсутність гарантій цільового використання коштів інвесторів, обмежені обсяги фінансування інновацій
Макроекономічні показники	
Успішна реалізація інноваційних проектів (у тому числі довгострокових) за умов стабільності економіки в цілому, низьких темпів інфляції, вигідних умов кредитування, прогнозованості результатів економічної діяльності	Збитковість інноваційних проектів та втрата коштів інвесторами внаслідок кризових явищ в економіці, високої інфляції, значних коливань валютного курсу, високої вартості кредитних ресурсів
Особливості дивідендної політики компанії	
Частина отриманих прибутків за рахунок успішної реалізації інновацій спрямовується на виплату дивідендів	Дивідендні виплати не гарантуються, додатковий прибуток, сформований в результаті інноваційної діяльності, використовується для фінансування досліджень і розробок

Висновки

Таким чином, інновації є одним із основних нефінансових показників формування конкурентної позиції підприємства на фондовому ринку при залученні ним фінансових ресурсів. Проте, напрям впливу інноваційної діяльності на дохідність, системний та ідіосинкратичний ризику, притаманні цінним

паперам, не є однозначним, а залежить від правових, економічних (зовнішніх і внутрішніх) та соціокультурних особливостей середовища функціонування інноваційних підприємств.

Основним критерієм при формуванні портфелю цінних паперів є забезпечення прийнятного для інвестора співвідношення ризику та дохідності. На основі проведеного дослідження визначено, що інновації можуть впливати, як на величину очікуваної дохідності акцій, так і на рівень системного та ідіосинкратичного ризиків. Проте, характер даного впливу є неоднозначним та може проявитися як у позитивному, так і негативному напрямку.

Встановлено, що чинниками, від впливу яких залежить характер відображення інновацій на показниках дохідності та ризиковості фінансових активів, є правові, економічні та соціокультурні особливості середовища функціонування інноваційних підприємств. Обґрунтовано, що переважно позитивний вплив (підвищення дохідності та зниження системного ризику) інноваційної діяльності характерний для економічно розвинених країн з високим ступенем інноваційної спроможності; переважно негативний вплив (зростання ризиків) притаманний країнам з нестабільною економічною ситуацією, низьким розвитком фондового ринку і низькою інноваційністю.

Літературні джерела

1. Габбард Р. Глен Гроші, фінансова система та економіка: Підручник / Пер. з англ.; Наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К.: КНЕУ, 2004. – 889 с.
2. Corporate perception on capital markets : Non financial success factors in capital market communication / Edited by Kay Bommer // DIRK e.V.; University of St.Gallen. – October 2007. – 38 p.
3. Thomsom Reuters 2014 Top 100 global innovators : honoring the world leaders in innovations [Electronic resource] // Thomsom Reuters. – November 2014. – 17 p. – Access mode: <http://top100innovators.com/pdf/Top-100-Global-Innovators-2014.pdf>.
4. NASDAQ Stock Market – Stock quotes – Stock exchange news [Electronic resource]. – Access mode: <http://www.nasdaq.com/>.
5. Bowman D. Market response and marketing mix models: trends and research opportunities / D. Bowman, H. Gatignon // Foundations and Trends in Marketing. – 2009. – № 3. – p. 129–207.
6. Hall B.H. Does the market value R&D investment by European firms? Evidence from a panel of manufacturing firms in France, Germany, and Italy / B. H. Hall, R. Oriani // International Journal of Industrial Organization. – 2006. – № 24 (5) – p. 971-993.
7. McAlister L. Advertising, research and development, and systematic risk of the firm / L. McAlister, R. Srinivasan, M. Kim // Journal of Marketing. – 2007. – № 71. – p. 35–48.
8. Lantz J.-S. R&D investment and the financial performance of technological firms / J.-S. Lantz, J.-M. Sahut // International Journal of Business. – 2005. – № 10(3). – p. 251-270.
9. Chan L.K.C. The stock market valuation of research and development expenditures / L.K.C. Chan, J. Lakonishok, T. Sougiannis // Journal of Finance. – 2001. – № 56(6). – p. 2431–2457.
10. Kothari S. Capitalization versus expensing: evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays / S. Kothari, T. Laguerre, A. Leone // Review of Accounting Studies. – 2002. – № 7. – p. 355-382.
11. Ngobo P. V. Explaining cross-country differences in the effects of R&D expenditures on risk and stock returns / P. V. Ngobo, H. Gatignon // INSEAD, 2012. – 50 p.
12. Гармашова О.П. Інноваційна спроможність економіки України / О.П. Гармашова // Вісник СевНТУ : зб. наук. праць. Серія: Економіка і фінанси. – 2013. – Вип. 138. – Севастополь, 2013. – С. 37-46.
13. Лігоненко Л. Оцінка інноваційності економіки України в міждержавних рейтингах / Л. Лігоненко // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2012. – № 3. – С.5-22.
14. Федірко О. А. Роль інновацій у формування конкурентних переваг національної економіки / О. А. Федірко // Дисертація на здобуття наук. ст. кандидата економічних наук за спеціальністю 08.05.01 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. – Київський національний економічний університет. – Київ, 2005.
15. Porter M.E. National innovation capacity / M.E. Porter, S.Stern // The Global Competitiveness Report 2001-2002. – New York, Oxford University Press, 2002. –p. 102-120.
16. Sorescu A.B. Innovation's effect on firm value and risk: insights from consumer packaged goods / A. B. Sorescu, J. Spanjol // Journal of Marketing. – 2008. – № 72. – p. 114-132.
17. Kumar A. Religious beliefs, gambling attitudes, and financial market outcomes / A. Kumar, J. Page, O. Spalt // Journal of Financial Economics. – 2011. – № 102(3). – p. 671-708.
18. Stulz R. M. Culture, openness, and finance / R.M. Stulz, R. Williamson // Journal of Financial Economics. – 2003. – № 70(3). – p. 313-349.

Надано до редакційної колегії 10.02.2015
Захаркін Олександр Олександрович / Oleksiy O. Zakharkin.
zaharkin@ukr.net