

СЕКЦІЯ 8 ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.64

Анзін Р.О.

*аспірант кафедри фінансів
Київського національного університету імені Тараса Шевченка*

ПРОБЛЕМИ УКРАЇНСЬКИХ ЕМІТЕНТІВ У ПРОЦЕСІ ВИХОДУ НА МІЖНАРОДНІ РИНКИ КАПІТАЛІВ

Стаття присвячена проблемам, з якими доводиться стикатися українським емітентам у процесі виходу на міжнародний ринок капіталів. Визначено основні законодавчі, організаційні та структурні перепони на шляху українських емітентів до залучення іноземних інвестицій. Зауважено на особливостях формування вітчизняного фондового ринку та необхідності забезпечення гарантій прав іноземних інвесторів як передумови їх залучення.

Ключові слова: емітент, міжнародний ринок капіталів, Закон України, публічна компанія, іноземний інвестор, фондовий ринок, андеррайтинг, приватизація.

Анзін Р.А. ПРОБЛЕМЫ УКРАИНСКИХ ЭМИТЕНТОВ В ПРОЦЕССЕ ВЫХОДА НА МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК КАПИТАЛОВ

Статья посвящена проблемам, с которыми приходится сталкиваться украинским эмитентам в процессе выхода на международный рынок капиталов. Определены основные законодательные, организационные и структурные преграды на пути украинских эмитентов к привлечению иностранных инвесторов. Подчеркнуты особенности формирования отечественного фондового рынка и необходимость обеспечения гарантий прав иностранных инвесторов как предпосылка к их привлечению.

Ключевые слова: эмитент, международный рынок капиталов, Закон Украины, публичная компания, иностранный инвестор, фондовый рынок, андеррайтинг, приватизация.

Анзін R.O. PROBLEMS FACED BY UKRAINIAN ISSUERS UNDER GOING PUBLIC ON THE INTERNATIONAL CAPITAL MARKET

The article is devoted to the problems faced by Ukrainian issuers under going public on the international capital market. The main legislative, institutional and structural obstacles to Ukrainian companies on the way attract international investments were defined. Commented on peculiarities of the stock market formation and the need to guarantee the rights of international investors as a prerequisite for their involvement.

Keywords: issuer, international capital market, Law of Ukraine, publicly-traded company, international investor, stock market, underwriting, privatization.

Постановка проблеми. У контексті фінансової глобалізації перед вітчизняними компаніями стає завдання пошуку альтернативних джерел фінансування власної операційної діяльності. У контексті особливостей розвитку фондового ринку України, вітчизняні емітенти не мають можливості реалізувати потребу у достатніх обсягах фінансування на внутрішньому ринку, що є передумовою до пошуку шляхів залучення іноземних інвестицій. Варто визначити, що у процесі виходу на міжнародний ринок капіталів компанії стикаються з низкою обмежень продиктованих кон'юктурою економіки, законодавчими обмеженнями, бізнесовою практикою тощо. Саме тому визначення перешкод на шляху виходу вітчизняних емітентів на міжнародний ринок капіталів набуває значної актуальності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Долучення вітчизняних емітентів до міжнародного ринку капіталів є значну актуальність та предметом багатьох досліджень. Так, зокрема, І.О. Лютий [7; 8] у своїх працях визначає особливості формування та сучасного стану фондового ринку України, зосереджуючи свою увагу на процесах фінансової лібералізації.

У свою чергу, О.В. Любка [7, с. 123-124] вивчає розвиток фінансових ринків у контексті глобалізації, визначаючи сучасні тенденції у сфері фінансових послуг: фінансова інтеграція; універсалізація фінансового бізнесу; зміна способів надання фінансових послуг; зміни у структурі ринків фінансових послуг; поширення вертикально інтегрованих компаній, які надають фінан-

сові послуги; консолідація та глобалізація системи торгівлі. Це все є сучасними макроекономічними умовами функціонування вітчизняних компаній та дає поштовх до участі у міжнародному ринку капіталів.

Вітчизняний науковець Л.М. Алексеєнко [1, с. 12] зауважує на новітніх підходах до філософії бізнесу, основою до якої виступають «глобальні фінанси» як передумова важливості фінансового капіталу в економічній системі держави.

В.Д. Базилевич [2, с. 6] у своїй статті «Посилення ролі фінансів в трансформаційній економіці» констатує вплив фінансового ринку на процес економічного відтворення; посилення ролі державних і ринкових фінансових інститутів у механізмі реалізації економічних інтересів як держави й окремих соціальних груп населення, так у окремих індивідуумів; зростання впливу глобалізації на національні економічні системи, що визначається передовсім інтеграційними процесами.

Все вищезазначене є підґрунтям до важливості вивчення проблеми залучення додаткових фінансових ресурсів за допомогою інструментів міжнародного ринку капіталів.

Незважаючи на широке висвітлення проблем функціонування фінансового ринку України у контексті фінансової глобалізації, на окрему увагу заслуговує вивчення проблем, з якими стикаються вітчизняні емітенти при виході на міжнародний ринок капіталів.

Постановка завдання. Метою даного дослідження є визначення ключових законодавчих, організаційних та структурних перешкод виходу українських

емітентів на міжнародний ринок капіталів. Виходячи із зазначеної мети, завданнями дослідження є визначення особливостей вітчизняного фондового ринку, аналіз законодавчої бази, яка регулює дії емітентів у процесі виходу на міжнародний ринок капіталів, та визначення основних проблем на шляху залучення іноземних інвестицій для вітчизняних компаній.

Виклад основного матеріалу дослідження. Фондовий ринок України знаходиться на початковій стадії свого розвитку, що обумовлено специфікою його формування (у першу чергу, через приватизаційні процеси). Враховуючи дану специфіку, на сьогодні, фондовому ринку притаманні наступні ознаки:

- низький рівень капіталізації та ліквідності;
- відносна недоступність іноземних інвесторів (законодавчі перепони, бюрократія, корупція тощо);
- великий ступінь системного (суверенного) ризику, особливо політичного.

Але, незважаючи на вищезазначені особливості, вітчизняний ринок залишається привабливим для інвесторів, що прагнуть високого довгострокового доходу із низькою кореляцією з іншими ринками, не зважаючи на поточну низьку капіталізацію та ліквідність. Співвідношення «ризик-дохідність» відображає можливий рівень зростання доходності інвестицій для іноземного інвестора.

Як було зазначено вище, одним із головних ризиків залучення іноземних інвесторів є обмеженість доступу до інвестицій з огляду на законодавчі обмеження. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи у межах своїх повноважень, визначених законом.

Питання емісії та обігу цінних паперів в Україні до 13 травня 2006 року регулювався трьома Законами: «Про цінні папери і фондову біржу», «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» та «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». З 13 травня 2006 р. в силу вступив новий Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [4]. Але навіть із прийняттям нового Закону правові засади функціонування фондового ринку не відповідали його сучасному стану та вимогам розвитку, хоча і супроводжувалися певними суттєвими змінами.

Новим законом про цінні папери було розмежовано емісію цінних паперів на публічне та приватне розміщення (у попередній редакції Закону існували лише відкрита та закрита підписка на акції). Після прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», по-перше, порядок розміщення акцій вже не залежить від виду акціонерного товариства, а по-друге, відкритому або закритому розміщенню також підлягають інші емісійні цінні папери [4].

Важливим є відсутність обмеження кількісного складу осіб серед яких має бути здійснено публічне або приватне розміщення цінних паперів. Емітент може здійснювати публічне розміщення цінних паперів, але, якщо пропозиція щодо придбання таких цінних паперів була завершена до невизначеного кола осіб, то таке розміщення відповідає вимогам Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визнається приватним.

Особливістю організації відкритого випуску акцій є законодавча вимога щодо надання інформації про випуск акцій. Інформація про випуск акцій підлягає реєстрації. Для реєстрації інформації про випуск акцій подаються такі документи:

- заява про реєстрацію інформації про випуск акцій.

- нотаріально засвідчена копія установчого договору (у разі здійснення першого випуску акцій);
- інформація про випуск акцій відкритого акціонерного товариства згідно з вимогами законодавства у двох примірниках [10].

Визначено, що перше розміщення акцій відкритого акціонерного товариства може бути винятково приватним, між засновниками. Відкрите розміщення здійснюється емітентом самостійно або через андеррайтера. Закон передбачає затвердження Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку типового договору про андеррайтинг. Окремо передбачено, що приватне розміщення не може тривати більше двох місяців, а публічне більше одного року.

У результаті таких змін в основному законодавчому акті, що регулює відносини, які виникають у зв'язку зі здійсненням емітентом діяльності по організації випуску та розміщення цінних паперів, виник цілий ряд суперечностей між Законом та правовими актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що породило ряд проблем вже після набрання чинності законом.

Усе вищезазначене вказує на значні недоліки законодавства, що є серйозною перешкодою для компаній, що бажають провести публічне первинне розміщення акцій. Це перш за все:

- недосконалість законодавчої бази з питань регулювання діяльності публічних компаній (тобто тих, що котирують акції на біржі);
- недосконалість системи оподаткування (з питань оподаткування емісійного доходу та дивідендів);
- відсутність законодавчих норм з гарантій прав інвесторів;
- відсутність стандартів та культури корпоративного управління.

Отже, виходячи з проведеного аналізу законодавчого врегулювання процедури емісії, обігу акцій, а також публічного та первинного їх розміщення, які безпосередньо впливають на процедуру виходу на міжнародний ринок капіталів, можна зробити висновок щодо великої кількості законодавчих перешкод для українських компаній при виході на міжнародний ринок капіталів.

Недосконалість законодавчої бази призводить до збільшення ризиків емітента, якому доводиться в основному покладатися на добре ім'я та ділової репутації андеррайтерів. Особливості андеррайтингу в Україні, пов'язані з недостатнім розвитком інфраструктури, недоліками регулювання, обмеженим обсягом українського ринку. Великі українські компанії воліють проводити розміщення цінних паперів повністю на західних ринках при мінімальному присутності на українському ринку. Ці розміщення – це фактичний відхід фінансового ринку за кордон.

Проте можна сміливо констатувати той факт, що рух назустріч фінансовій глобалізації відбувається, і хотілося б, щоб законодавці в тісній взаємодії з учасниками фондового ринку здійснювали побудову ефективної і внутрішньо несуперечливої законодавчої бази – основи для зростання показників первинних публічних розміщень на українському фондовому ринку.

Ще однією ключовою особливістю є те, що для всіх учасників існує обмеження одночасного проведення первинного розміщення акцій і початку вторинних торгів на біржі. Через це у первинних інвесторів виникають надмірні курсові ризики.

Аналіз українського ринку цінних паперів свідчить про неготовність частини компаній і підприємств до організації емісії. Серед основних причин варто зазначити такі:

- недостатні та недосконалість врегулювання відносин з державними органами з питань фіксації прав власності, податкових платежів, антимонопольного регулювання тощо;

- фінансово-економічна невідповідність емітента до випуску цінних паперів (недостатня публічність, невідповідність фінансової звітності до міжнародних стандартів тощо);

- відсутність стандартів та культури корпоративного управління: відсутність стратегії розвитку; просування продукції на ринок, недостатній рівень маркетингу; внутрішньо-корпоративна боротьба; конфлікти інтересів; незацікавленість менеджменту компанії в емісії цінних паперів тощо.

Ці причини ведуть до подовження процедур, зростанню витрат емісії. У цих умовах зростають роль і масштаби практичної діяльності андеррайтера.

Основними причинами гальмування розвитку ринку публічних запозичень в нашій країні, а також і андеррайтингу, як «провідника» емітентів в пошуках інвестиційних ресурсів є те, що, оскільки, андеррайтер виступає гарантом первинного розміщення інвестиційних цінних паперів за заздалегідь узгодженою ціною, то в разі відсутності достатньої кількості конкурсних заявок він зобов'язаний викупити пакет нерозміщених цінних паперів. Наявність даного зобов'язання гарантує емітенту приплив інвестиційних коштів, однак, в разі низької активності інвесторів в процесі розміщення випуску цінних паперів, призводить до значного відволікання ресурсів з боку банку-андеррайтера і може негативним чином позначитися на його платіжній позиції. Таким чином, шлях на міжнародні ринки для розміщення цінних паперів відкритий дуже обмеженому колу вітчизняних інвестиційних компаній, хоча вигоди і переваги такого розміщення очевидні.

Аналізуючи процес становлення емісійних цінних паперів варто зазначити, що у період дев'яностих років левова частка емісій цінних паперів припадала на емісію акцій під час проведення приватизації державних підприємств, які в значній своїй частині приватизувались шляхом корпоратизації, тобто шляхом перетворення державних підприємств в акціонерні товариства, акції якого належали державі з подальшим продажем державних пакетів акцій.

Окремою проблемою, з якою стикаються вітчизняні емітенти є недостатній розвиток фондового ринку, що обумовлюється специфікою його формування, яка пов'язана із процесами приватизації. Процес приватизації державного майна розпочався у 1992 р. після затвердження Верховною Радою першої Державної програми приватизації [3, с. 280].

У ході приватизації одними із пріоритетних завдань було встановлено перетворення у відкриті акціонерні товариства всіх підприємств державного сектора економіки, крім «казенних», а також створення сприятливих умов для участі стратегічних інвесторів у приватизації. Необхідно передбачити можливість отримання інвесторами на пільгових умовах пакетів акцій підприємств, що приватизуються, в обмін на виконання інвестиційних зобов'язань перед державою. Треба відмовитися від практики проведення некомерційних конкурсів загального характеру, натомість запроваджуючи інвестиційні та комерційні конкурси.

Органи приватизації станом на 1996 рік повинні були реалізувати акції відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації та корпоратизації шляхом пільгового продажу акцій працівникам підприємств та особам, які мають на це право, згідно з діючим законодавством, через комісію по

продажу акцій; відкритого продажу акцій громадянам України за приватизаційні папери через центри проведення сертифікатних аукціонів; продажу за грошові кошти пакетів акцій, які не продані на сертифікатних аукціонах [8].

Першим способом приватизації для України була сертифікатна приватизація, яка тривала до 1999 року. За 1993–1999 роки під час приватизації державного майна було використано приватизаційних майнових сертифікатів на 10,32 мільярдів гривень і компенсаційних сертифікатів на 919 мільйонів гривень. Другий метод приватизації в Україні полягає у продажу пакетів акцій підприємств за грошові кошти [3, с. 283].

Якщо казати про особливості здійснення приватизаційних заходів, увагу варто приділити державним корпораціям, що виникали у ході приватизації для збереження повного контролю Уряду над більшістю великих та середніх підприємств, оскільки така форма власності була переважною для акціонерних товариств. Після чого держава реалізовувала контрольний пакет акцій та випускала їх у вільний продаж.

Варто також зазначити, що у ході приватизації український бізнес потребує іноземних приватних інвестицій, які несли б із собою найновішу техніку і технології, досвід менеджменту і банківської справи. Але в умовах гіперінфляції та співвідношення купоно-карбованця і вільноконвертованої валюти вільна участь іноземних інвесторів у процесі української приватизації призвела б до того, що переважну частину великих підприємств було б за безцінь скуплено іноземцями, а також можливість використання тільки-но випущених у вільний обіг акцій українських компаній для масштабного скуповування акцій за допомогою значної частини валюти, яка належала комерційним структурам та осіла у західних банках.

Усі вищезазначені факти не сприяли інвестиційним вливанням в українську економіку, а саме для українських компаній, що потребували розвитку. Рівень інвестиційної активності перебуває у прямій залежності від стану економіки держави, функціонування фінансово-кредитної системи, прибутковості підприємства, дохідної політики бюджетів всіх рівнів і доходів населення. Тому великий вплив на інвестиційну привабливість справляють процеси роздержавлення та приватизації в Україні.

Іншою проблемою ненадходження інвестиційних засобів до підприємств є слабкий професіоналізм керівників акціонерних товариств, що відштовхує іноземних інвесторів. Становище ускладнювалося відсутністю перспективи. Роздавання паїв численним дрібним власникам шляхом використання приватизаційних сертифікатів не забезпечило збільшення ліквідних засобів.

Для українських акціонерних товариств, які у 1997 році мали контрольний пакет акцій, виходом із становища, що склалося, міг би стати вторинний ринок цінних паперів через Українську фондову біржу, але не були сформовані правові, економічні, соціально – політичні засади для власників акцій [3, с. 285].

Але варто зазначити, що у ході приватизації, після здійснення роздержавлення у 1997 році питома вага підприємств, що здійснювали емісію акцій, складає 75% закритих акціонерних товариств, а вже у 1998 році найбільша питома вага припадає на відкриті акціонерні товариства і складає 53%, що вказує на зародження позитивних тенденцій у ході приватизації, оскільки акції більше половини приватизованих підприємств здійснюють емісію та є відкритими акціонерними товариствами [3, с. 288].

Отже, виходячи із цих положень, акції відкритих акціонерних товариств, створених в процесі приватизації та корпоративізації, повинні були реалізовуватись шляхом пільгового продажу акцій працівникам підприємства та особам, які мають на це право, згідно з діючим законодавством, через комісію по продажу акцій або відкритого продажу акцій громадянам України за приватизаційні папери через центри проведення сертифікатних аукціонів, а також продажу за грошові кошти пакетів акцій, які не продані на сертифікатних аукціонах.

Так, у результаті склалася ситуація розпорощення прав власності серед широкого кола людей, тому небезпечним був випуск іноземних інвесторів на український ринок, що призвело б до скуплення приватизованих підприємств не за реальною їх вартістю, а майже за безцінь, а отже не призвело б до інвестування у виробництво.

Іншою проблемою, що постала, була проблема нагромадження коштів в ході приватизації, які не мали на меті інвестування їх у виробництво та його розширення, що було нагальною проблемою для українських підприємств. Тому у період активної приватизації постала проблема нагромадження коштів, що йшли не на розвиток виробництва, а на скуповування предметів розкоші.

Неефективність приватизації в Україні зумовлена обраною моделлю. Як показав досвід, масова сертифікатна приватизація, орієнтована на систему пільг і аукціонів, не здатна створити фондовий ринок, механізм вторинного перерозподілу власності, що стало на заваді реструктуруванню та розвитку більшості підприємств.

Крім вищезазначених перешкод, існують певні фактори, які обмежують фінансовий потенціал вітчизняних компаній на міжнародних ринках. Їх можна умовно поділити на суверенні й корпоративні. Комплексним показником, що характеризує групу суверенних факторів, є суверенний рейтинг країни, який визначається політичними ризиками, ризиками зміни податкового законодавства, ризиками зміни умов регулювання діяльності та ведення бізнесу, ризиками коливання курсу національної валюти. Суверенний рейтинг суттєво обмежує інвестиційну вартість вітчизняного емітента в очах західних інвесторів. Наступна складова «знижок» на інвестиційну привабливість пов'язана з недоліками вітчизняної бізнесової практики. До таких насамперед належать відносно невеликі розміри компаній (обсяг продажу до 1 млрд дол. США), неpubлічний тип власності, низька якість фінансової інформації, що подається (несвоечасність подання, неповнота, помилки, відсутність регулярної проміжної звітності), ускладненість організаційної структури, неприйнятні стандарти корпоративного управління (угоди з афілійованими компаніями, відсутність у структурі централізованого казначейства).

У перспективі досить високий потенціал залучення коштів на міжнародних фінансових ринках зберігатимуть компанії агропромислового комплексу, непогані перспективи щодо можливостей залучення ресурсів на міжнародних ринках також мають компанії важкої промисловості за рахунок розмірів бізнесу та вертикальної інтеграції.

Висновки з проведеного дослідження. Виходячи із всього вищезазначеного, треба зробити висновок, що в продовж дев'яти років найбільша частка емісійних цінних паперів припадала на підприємства, що здійснювали приватизацію. Результатом такої статистики була неможливість залучення для українських підприємств інвестиційних коштів за допомогою розміщення акцій, оскільки за даної моделі

приватизації, лівова частка акцій розпорощувалася серед власників, що робило неможливим допуск іноземних інвесторів для підприємств, щоб запобігти скупленню підприємств за безцінь. Виходячи з цього, українські підприємства були позбавлені значного джерела фінансування бізнесу за рахунок розміщення акцій. Виходячи з цього, гальмувався загалом розвиток фондового ринку України. Унеможливлення залучення достатніх обсягів фінансування вітчизняними емітентами за рахунок ресурсів локального фінансового ринку, виникла потреба у виході на міжнародний ринок капіталів. На сьогодні серед вітчизняних емітентів використання інструментів міжнародного ринку капіталів набуває все більшої популярності. Але, незважаючи на високу зацікавленість українських корпоративних структур у залученні іноземного капіталу, постають проблеми, які мають бути поборені для реалізації такої можливості. В Україні існує прогалина у нормативно-законодавчій базі, яка регулює функціонування емітентів на фондовому ринку. Це обумовлює високий рівень бюрократії, а також відсутність врегулювання прав та гарантій іноземних інвесторів, що постає першою проблемою для виходу на міжнародний ринок капіталів. Поряд з цим недостатній розвиток фондового ринку породжує високу вартість фінансових послуг та спонукає українських емітентів до залучення іноземних андеррайтерів у процесі використання інструментів фінансового ринку. Особливості формування фондового ринку України (здебільшого процесу приватизації) стають підґрунтям до виникнення проблем вітчизняних емітентів при залученні іноземного фінансування: системний ризик; високий рівень волатильності; низькі капіталізація та ліквідність; обмеженість доступу інвесторів на ринок тощо.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Алексеенко Л.М. Фінансовий капітал в економічній системі держави / Л.М. Алексеенко // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 7-12.
2. Базилевич В.Д. Посилення ролі фінансів у трансформаційній економіці / В.Д. Базилевич // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 5-9.
3. Гранцев І.В. Приватизація, інвестиції та фондовий ринок: правові засади та практика: У 4 т. / Відкрите акціонерне товариство «Укртелеком» / Станіслав Олексійович Довгий (ред.), Володимир Михайлович Литвин (ред.) / І.В. Гранцев, С.О. Довгий, В.А. Коляденко, В.М. Литвин, Т.І. Лозова. – К.: Укртелеком, 2001. – Т. 4: Цінні папери та фондовий ринок. – К.: Укртелеком, 2001. – 725 с.
4. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV.
5. Карась П.М. Цінні папери в системі корпоративного управління: навч. посібник для вищих навч. закл. / П.М. Карась, О.Ю. Прямков, Л.Л. Сотниченко. – Л.: Новий Світ-2000, 2007. – 164 с.
6. Любіна О.В. Фінансові ринки в контексті глобалізації / О.В. Любіна // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 122-128.
7. Лютий І.О. Новітні тенденції розвитку фінансової системи держави / І.О. Лютий // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 24-29.
8. Лютий І.О. Національні фінансові системи в умовах глобалізації: монографія / За заг. ред. проф. Лютого І.О. – м. Івано-Франківськ: Галицька Академія, 2008. – 308 с.
9. Лютий І.О. Новітні тенденції розвитку фінансової системи держави / І.О. Лютий // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 24-29.
10. Миськів, Г.В. Деякі аспекти визначення сутності ринкової капіталізації акціонерних промислових підприємств / Г.В. Миськів, Н.В. Шевченко // «Європейський вектор економічного розвитку». – № 1(8). – 2010. – С. 141-145.
11. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Змін до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів» від 20.10.2011 р. № 1482.